

# La convertibilità di domani

Fini e mezzi della politica monetaria internazionale<sup>(\*)</sup>

## Introduzione.

Le misure di convertibilità parziale del dicembre scorso furono nello stesso tempo tardive e precipitose. Tardive rispetto all'enorme e continuo miglioramento della bilancia dei pagamenti dell'Europa negli ultimi nove anni; precipitose perchè si affidarono solo alla fortuna, trascurando di cautelarsi contro i più ovvi pericoli di un sistema a cambio aureo (*gold-exchange standard*) disorganizzato e nazionalistico, pericoli tanto ampiamente e rovinosamente dimostrati dal disastro nel quale si era conclusa l'analoga « ricostruzione » realizzata dopo la prima guerra mondiale.

Tale fu il pessimistico tema di un mio precedente articolo su questa Rivista (1). Il presente lavoro suona invece una nota più speranzosa; esso cerca di esaminare alcuni modi con cui si potrebbero dare basi più solide alla nuova convertibilità e contribuire nello stesso tempo ad un più rapido ed equilibrato sviluppo dell'economia mondiale.

Prima di azzardare nuove e costruttive proposte al riguardo, è tuttavia necessario sgombrare il campo da due plausibili, ma illusorie, soluzioni per le più immediate difficoltà che potrebbero presentarsi nei prossimi due o tre anni, a causa dell'immanente carenza di riserve e di liquidità internazionali.

La prima soluzione — una rivalutazione dell'oro — è diffusamente invocata e prevista nei circoli « pratici » finanziari, ma, con l'importante (quanto unica) eccezione di Sir Roy Harrod, incontra scarso favore negli ambienti accademici.

---

(\*) Seguendo una lunga consuetudine, l'Autore avverte con rammarico il lettore che le idee espresse in questo studio non rappresentano necessariamente le opinioni delle organizzazioni internazionali delle quali ha fatto o fa tuttora parte.

(1) V. sul numero di marzo 1959: *Il ritorno alla convertibilità 1926-1931 e 1958-?*

Al contrario, sulla seconda — cambi liberamente fluttuanti — grava l'anatema del mondo degli affari, ma si appunta il crescente interesse di teorici come Meade, Friedman, Haberler, ecc., che vedono in essa il magico elisir capace di conciliare l'equilibrio internazionale con le più irresponsabili politiche monetarie e fiscali nazionali.

Il lettore che sia rimasto ostile all'una o all'altra o ad ambedue queste pretese soluzioni dei problemi monetari mondiali farà bene a saltare la loro trattazione, contenuta nella prima parte di questo lavoro, passando direttamente alla seconda (p. 304).

### I. Due pseudo soluzioni del problema della liquidità mondiale.

#### *Una rivalutazione dell'oro.*

Sebbene fondamentalmente assurda, una drastica rivalutazione del prezzo corrente dell'oro non è una soluzione assolutamente improbabile del problema della scarsa liquidità mondiale. Essa diverrà pressochè inevitabile — e veramente sarebbe di gran lunga preferibile all'alternativa di una deflazione o di restrizioni su scala mondiale — se gli accordi internazionali non approdassero tempestivamente ad altre e più costruttive decisioni.

La stabilità del prezzo dell'oro dall'epoca napoleonica alla prima guerra mondiale rimane finora un caso unico nella storia, spiegabile da un lato con lo straordinario sviluppo del credito bancario e della circolazione cartacea e dall'altro con quello della produzione di oro nel diciannovesimo secolo (2). La persistente tendenza all'aumento del prezzo dell'oro nella storia è eloquentemente illustrata dal seguente grafico, tratto dalla Relazione 1951 della Banca dei Regolamenti Internazionali (p. 157).

La deduzione che « il prezzo corrente dell'oro, in rapporto alla sua tendenza secolare, sembrerebbe essere proprio quello giusto » (3) è però più speciosa che ovvia, dato che da simili grafici indicanti il prezzo dell'oro in termini di altre importanti monete potrebbero trarsi conclusioni assai diverse. Se il prezzo dell'oro fosse, poniamo,

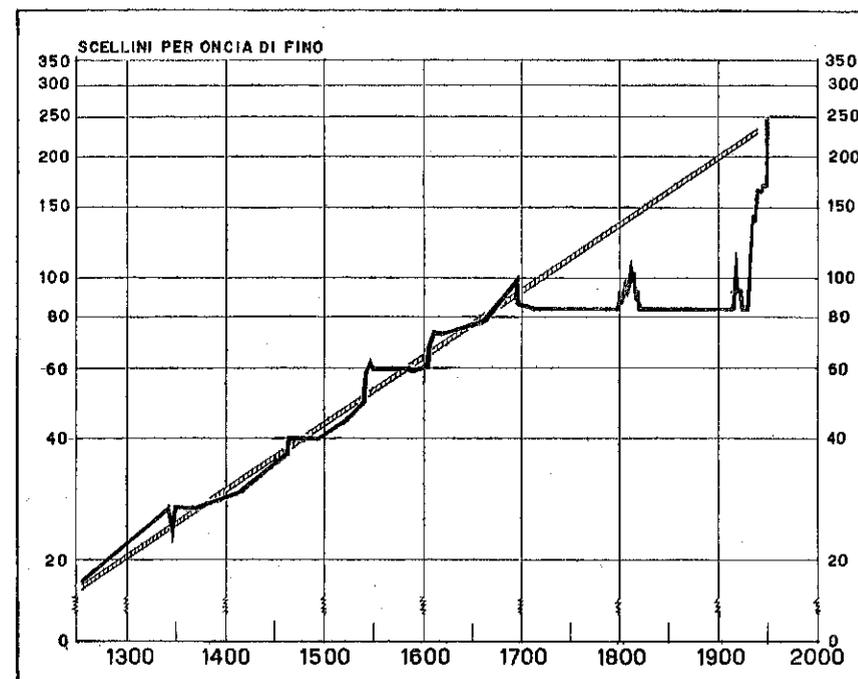
(2) Si calcola che la produzione di oro sia salita dalla media annua di 0,37 milioni di once dei tre secoli precedenti a 3,72 milioni — ossia dieci volte tanto — nel diciannovesimo secolo e a 19,23 milioni di once nei tredici anni che hanno preceduto la prima guerra mondiale.

(3) « First National City Bank Monthly Letter », febbraio 1959, p. 23.

« giusto » in scellini, per lo stesso ragionamento, sarebbe troppo alto, per esempio, in termini di franchi francesi e troppo basso in termini di dollari. Le sole conclusioni che possono ricavarsi da questi dati storici sono le seguenti:

1) che la produzione di oro raramente ha potuto tenere il passo, nel lungo periodo, con la domanda monetaria derivante dalle

PREZZO DELL'ORO A LONDRA NEGLI ULTIMI SETTE SECOLI



diverse tendenze — generalmente però orientate al rialzo — dei prezzi e dell'attività economica nei vari paesi;

2) che il relativo sfasamento è stato compensato, per tutta la storia ed in varia misura, da tosature o svalutazioni in termini di oro, nonché dall'espansione di altri mezzi monetari, particolarmente carta moneta e depositi bancari;

3) che tale tendenza storica probabilmente continuerà ad affermarsi nel lungo periodo ed a causare continue o periodiche svalutazioni delle monete nazionali in termini di oro ogni qual-

volta non si trovino altri mezzi per creare un'offerta di liquidità monetaria — sia nazionale sia internazionale — adeguata all'espansione dell'economia mondiale.

Tale risultato non è però inevitabile. Ad esso si potrebbe ovviare se — e bisogna ammettere che si tratta di un grosso « se » — negoziati e accordi internazionali si sostituissero al *laissez faire* e all'inerzia: i motivi che militano contro una rivalutazione dell'oro dovrebbero essere abbastanza seri per incoraggiare un deciso sforzo in questa direzione.

Prima di tutto, l'aumento del prezzo dell'oro necessario a stimolare un'adeguata offerta annua di oro monetario dovrebbe essere molto marcato. Tale offerta, infatti, per risolvere il problema dovrebbe, secondo la valutazione del mio precedente articolo in questa stessa Rivista (4), raddoppiarsi o triplicarsi.

In secondo luogo, l'operazione di rivalutazione dell'oro dovrebbe essere ripetuta ad intervalli periodici, per tener dietro allo sviluppo cumulativo dell'economia mondiale.

In terzo luogo, ciascuna di tali rivalutazioni si risolverebbe in un temporaneo eccesso di liquidità mondiale, a causa delle ripercussioni sul valore delle riserve auree esistenti al momento. Ad esempio, una rivalutazione del 50% produrrebbe oggi, da un giorno all'altro, un aumento delle riserve di oro e valute dei paesi al di fuori del blocco sovietico di circa 20 miliardi di \$.

In quarto luogo, i vantaggi della rivalutazione dell'oro si distribuirebbero molto a caso, ed anzi proprio nella maniera meno desiderabile che si possa immaginare. La rivalutazione degli stocks esistenti gioverebbe massimamente ai paesi con alte riserve e pochissimo a quelli in condizione opposta. Dopo gli Stati Uniti, l'U.R.S.S. ne sarebbe certamente il maggior beneficiario; e sarebbe, per di più, insieme al Sud Africa, di gran lunga il maggior beneficiario del conseguente aumento del valore in dollari della produzione corrente (5).

Queste considerazioni spiegano e giustificano la ferma opposizione degli Stati Uniti ad un deliberato aumento del prezzo in

(4) V. in particolare la Tab. VI a p. 34.

(5) Le riserve auree dell'U.R.S.S. sono state calcolate in non meno di 7 miliardi di \$ e la sua produzione 1957 in circa 600 milioni di \$, cioè quasi uguale a quella del Sud Africa e quattro volte maggiore di quella del Canada, che è al terzo posto della produzione di oro. V. OSCAR L. ALTMANN, *A Note on Gold Production and Additions to International Gold Reserves*, in « IMF Staff Papers », aprile 1958, p. 282.

dollari dell'oro. Una tale decisione potrebbe solo essere imposta alle autorità americane da una lunga e acuta crisi economica o finanziaria, che non potrebbe non avere serie ripercussioni sfavorevoli sui recenti progressi verso la convertibilità monetaria e la liberalizzazione dei traffici. Infine, le esigenze mondiali di liquidità possono certamente servire a qualcosa di più utile del finanziamento di sempre più intensi scavi minerari in Sud Africa, U.R.S.S., Canada, Stati Uniti ed Australia.

#### *Tassi di cambio flessibili (6).*

Le versioni più radicali della flessibilità dei tassi di cambio eliminerebbero del tutto la necessità di riserve internazionali. I mercati valutari dovrebbero essere lasciati completamente al libero gioco della domanda e dell'offerta, senza alcun intervento, di qualsiasi genere, da parte delle banche centrali o dei fondi di stabilizzazione ufficiali.

Il principale argomento a favore di questa tesi è che le fluttuazioni dei cambi annullerebbero automaticamente le conseguenze delle diverse politiche economiche nazionali sulla struttura internazionale dei costi e dei prezzi, e assicurerebbero così nel periodo lungo l'equilibrio nelle transazioni internazionali di ciascun paese, senza bisogno di restrizioni valutarie o commerciali e senza alcuna menomazione del diritto di ciascun paese di seguire qualsiasi politica monetaria e creditizia interna esso scelga. Gli squilibri temporanei della bilancia dei pagamenti verrebbero riconosciuti come tali dai privati speculatori e mitigati dai loro acquisti o vendite, con oscillazioni effettive dei cambi contenute entro limiti moderati. D'altro canto, squilibri persistenti provocherebbero simili movimenti speculativi che amplificherebbero lo squilibrio generale del mercato, accelerando il movimento dei tassi di cambio, risvegliando la pubblica opinione e forzando le autorità monetarie a modificare la loro politica prima di quanto avrebbero fatto altrimenti.

Una completa discussione di questi argomenti richiederebbe molto più spazio di quanto si possa loro dedicare qui. Tuttavia la mia fondamentale obiezione ad un sistema di tassi di cambio flessibili è che gli squilibri reali sui mercati valutari non sono legati

(6) Sul problema di un sistema coordinato di cambi flessibili si veda in questa Rivista (dicembre 1954) lo studio del prof. F. A. LUTZ, *Per un sistema di cambi flessibili* (N. d. T.).

esclusivamente a perturbazioni della struttura dei prezzi e dei costi internazionali. In una situazione di convertibilità, un'eccessiva espansione creditizia può risolversi molto rapidamente — specialmente in un piccolo paese — in un deficit della bilancia dei pagamenti, molto prima che si manifestino sensibili aumenti dei prezzi, tenuti comunque bassi dalla concorrenza delle importazioni (7).

La svalutazione della moneta nazionale in condizioni di libero gioco della domanda e dell'offerta di mercato stimolerebbe tuttavia l'aumento dei prezzi delle importazioni che, a sua volta, influenzerebbe i prezzi interni, i costi ed il livello generale dei salari. La speculazione accelererebbe ed ingrandirebbe questi movimenti squilibratori, senza per questo correggere l'indirizzo finanziario interno che è alla radice del deficit dei pagamenti. E se tale indirizzo perdurasse a tempo indeterminato, l'accelerata svalutazione e l'aumento dei prezzi ben difficilmente potrebbero non concludersi in un collasso monetario o, più probabilmente, nell'adozione di severe restrizioni valutarie e commerciali, ponendo così fine all'esperimento dei cambi liberamente fluttuanti. Se — d'altro canto — le autorità decidessero invece di arrestare l'espansione inflazionistica della moneta e del credito, la rigidità dei prezzi e dei salari renderebbe difficile la riduzione del sopravvenuto aumento dei costi. I nuovi tassi di cambio « di equilibrio », anche in assenza di rinnovate forze inflazionistiche, sarebbero più bassi di quanto sarebbero stati se il sistema dei cambi fluttuanti e la speculazione non avessero spinto prima i cambi, i prezzi delle importazioni e il livello generale dei costi e dei prezzi oltre i livelli che avrebbero raggiunto in un sistema di cambi controllati. La resistenza dei costi e dei salari a correzioni in diminuzione tenderebbe a creare in qualsiasi sistema di cambi flessibili una « psicosi di svalutazione », che certamente renderebbe la speculazione privata sui cambi molto meno « stabilizzante » di quanto previsto dai fautori del sistema stesso.

Le previsioni teoriche e le possibilità alle quali abbiamo brevemente accennato sembrano inquadarsi bene nell'esperienza di cambi flessibili fatta da alcuni paesi che non riuscirono a mantenere le loro politiche monetarie e creditizie interne in adeguato equilibrio. Infatti, dopo la prima guerra mondiale, numerosi paesi europei adottarono

(7) V. il mio lavoro *Adjusting Features in the Mechanism of the Balance of Payments and Exchange Rates*, in « Hearings before the Sub-Committee on Foreign Economic Policy - 79th Congress », Washington, D.C., 1955, pp. 134-142.

proprio il sistema di cambi flessibili proposto, e le banche centrali si astennero — del tutto o in gran parte — da qualsiasi intervento sul mercato valutario. Nella maggior parte dei casi il risultato fu o un completo collasso monetario — come in Germania e nell'Europa centrale — o la caduta dei tassi di cambio a livelli che sottovalutarono notevolmente le monete in questione, come per la Francia e il Belgio. L'inversione delle transazioni speculative, in seguito alla stabilizzazione finanziaria interna, diede naturalmente origine a forti rimpatri di capitali e ad una rapida ripresa della moneta nazionale sui mercati valutari, ma tale ascesa fu di solito arrestata dalle autorità a livelli che lasciavano la moneta svalutata di qualche po', mentre nei casi in cui si permisero o si incoraggiarono ulteriori progressi, si raggiunsero tassi di cambio troppo alti che — una volta stabilizzati da interventi ufficiali — determinarono forti pressioni deflazionistiche nell'economia, come nel caso dell'Italia e del Regno Unito. Non ci sono certo fatti concreti a giustificare l'opinione che le ampie fluttuazioni dei cambi e la speculazione nel decennio successivo al 1920 abbiano servito sia pure in un solo caso a ristabilire l'equilibrio dei tassi di cambio, sia durante l'esperimento, sia dopo che fosse terminato con una stabilizzazione monetaria *de jure* o *de facto*.

Alcuni dei fautori dei cambi flessibili sarebbero disposti ad ammettere ciò, e concederebbero che una politica del genere può avere successo solo se applicata insieme a « corrette » politiche monetarie, fiscali e creditizie. In questo caso, tuttavia, i tassi di cambio flessibili con ogni probabilità rimarrebbero comunque abbastanza stabili, essendo ragionevole pensare che la speculazione privata interverrebbe ad attutire gli squilibri temporanei. Non vi è però motivo per credere che una funzione del genere sarebbe svolta meglio dai privati speculatori che dalle autorità monetarie del paese. Queste ultime sono infatti presumibilmente meglio informate e, inoltre, come responsabili della moneta nazionale difficilmente potrebbero lavarsi le mani di ogni obbligo al riguardo della stabilità o della gestione dei cambi, nella speranza che tale funzione fosse svolta meglio dagli speculatori privati, i cui fini possono non coincidere sempre con l'interesse nazionale.

In verità, il miglior sistema per indurre interventi stabilizzatori da parte del mercato dei capitali privati sarebbe per le autorità valutarie quello di intervenire sistematicamente sul mercato in modo tale da mantenere le oscillazioni del tasso di cambio entro limiti ben

definiti. Fintanto che c'è fiducia nella loro capacità di ottenere un tale risultato, si può contare che gli speculatori privati comprino o vendano moneta nazionale contro valuta estera ogni qualvolta i prezzi si avvicinano ai suddetti limiti. Non sono necessarie ampie fluttuazioni del tasso di cambio per stimolare un simile comportamento da parte loro; anzi, al contrario, ampie oscillazioni potrebbero far sorgere interventi « distabilizzatori », poichè un sempre maggior numero di individui potrebbe essere tentato di « correre il mercato » ogni qualvolta una tendenza al rialzo o al ribasso guadagnasse momento.

C'è, di più, un'importante differenza tra le ripercussioni monetarie interne di interventi stabilizzatori privati, da un canto; e di similari interventi da parte della banca centrale, dall'altro. In questo ultimo caso, l'acquisto o la vendita di valuta estera da parte della banca si ripercuote direttamente sulla liquidità interna in un modo che contribuisce al riequilibrio della bilancia dei pagamenti. I movimenti di capitale privato tendono, al contrario, ad attutire le ripercussioni sia interne che esterne del disequilibrio delle transazioni del paese con l'estero e a sopprimere alle sue radici il funzionamento della teoria classica del riequilibrio monetario. Una tale « sterilizzazione » o « neutralizzazione » delle ripercussioni interne dello squilibrio nei rapporti con l'estero può essere desiderabile in alcuni casi, ma non in tutti. La banca centrale è sempre libera, naturalmente, ogni qualvolta lo ritenga desiderabile, di controbilanciare, a mezzo di determinate misure, la tendenza automatica verso la « neutralizzazione », implicita nella speculazione stabilizzatrice privata. Una tale « neutralizzazione della neutralizzazione », tuttavia, più che semplificare complica il compito del controllo monetario. In complesso, gli interventi stabilizzatori esercitati direttamente dalla banca centrale, con la loro implicita tendenza verso il riequilibrio monetario interno, presentano il più delle volte vantaggi rispetto agli interventi stabilizzatori privati, la cui implicita tendenza è verso la neutralizzazione.

Resta, tuttavia, nella teoria dei tassi di cambio fluttuanti, un forte nucleo di validità: e cioè che le modificazioni dei tassi di cambio verso livelli « realistici » sono preferibili ai vani e costosi tentativi di mantenere tassi « non realistici » a mezzo di continue perdite di riserve, prestiti esteri e restrizioni commerciali e valutarie. Tutte e tre queste tecniche, e particolarmente le prime due, possono essere desiderabili per difendere un cambio di equilibrio

contro le ripercussioni di scompensi puramente temporanei. La terza di esse tuttavia — cioè le restrizioni commerciali e valutarie — è stata spesso usata per periodi molto lunghi, per fronteggiare squilibri fondamentali di prezzi e costi. Il danno per l'economia nazionale è allora ovvio. Restrizioni temporanee, ampiamente riconosciute come tali, possono indurre a differire spese fino a che le restrizioni siano state abbandonate, ma è assai improbabile che restrizioni durature possano avere un effetto simile. Esse condurranno invece ad un assottigliamento delle importazioni di capitali, ad un'espansione di esportazioni legali — o illegali — di capitali e ad uno spostamento di spese dalle importazioni vietate verso beni prodotti all'interno. Se esiste notevole disoccupazione, quest'ultimo effetto può essere desiderabile, ma sempre meno di quanto non sarebbe una modificazione del tasso di cambio tale da stimolare le esportazioni e ridurre le importazioni, ristabilire l'equilibrio sul mercato dei capitali ed evitare non necessarie distorsioni nella distribuzione delle risorse. Se tuttavia, come è di frequente il caso, il deficit coincide con una situazione di pieno, o più che pieno impiego, lo spostamento della domanda dalle fonti di rifornimento estere a quelle interne può solo portare a una corrispondente riduzione della capacità esportatrice del paese, e/o ad un'accentuazione delle pressioni inflazionistiche interne.

Una modificazione dei tassi di cambio sarebbe preferibile in tutti e due i casi ad un sistema permanente di restrizioni commerciali o valutarie (8). Dopo un periodo di perturbamento o in attesa del pieno successo di un programma di stabilizzazione interna, può anche essere consigliabile che le autorità monetarie pospongano temporaneamente qualsiasi impegno per un nuovo e stabile tasso di cambio, il cui « giusto » livello può essere di difficile determinazione in tali circostanze.

Queste solide ragioni contro ricorsi abusivi e illusori a restrizioni, e contro l'ostinato mantenimento di tassi di cambio a livelli non realistici, non dovrebbero essere estrapolate in un'approvazione incondizionata di tassi di cambio flessibili, quasi fossero una panacea universale per il controllo della bilancia dei pagamenti. Nè essi offrono una soluzione soddisfacente per il problema della

(8) Nel secondo caso, tuttavia, una modificazione al ribasso delle spese complessive, fino al livello corrispondente al massimo uso possibile delle risorse produttive del paese, sarà certamente necessaria, e potrà perfino, in alcuni casi, eliminare del tutto il bisogno di modificare il tasso di cambio. V. l'articolo citato nella precedente nota.

liquidità internazionale trattato nel precedente mio articolo (in questa Rivista, marzo 1959). Adeguati livelli di riserve non possono surrogare le necessarie modificazioni dei tassi di cambio, ma livelli inadeguati di riserve comportano, tuttavia, inopportuni ricorsi a svalutazioni o a restrizioni valutarie, e introducono nel commercio o nei pagamenti internazionali perturbazioni non necessarie e molto pericolose per un regolare funzionamento della convertibilità monetaria.

## II. L'internazionalizzazione delle riserve valutarie.

Da lungo tempo l'oro ha cessato di provvedere la liquidità internazionale sufficiente per un'economia mondiale in espansione. La nuova produzione di oro e le vendite russe hanno fornito meno della metà dell'aumento delle riserve mondiali nel periodo 1950-57, e probabilmente non copriranno molto più di 1/3-1/2 del fabbisogno di riserve nel prevedibile futuro (9).

Salvo l'eventualità di una drastica rivalutazione dei prezzi dell'oro, il mantenimento di adeguati livelli di riserve continuerà così a dipendere dall'aumento delle riserve in valuta estera a supplemento dell'oro stesso. Ciò tuttavia non può mancare di rendere il sistema monetario mondiale sempre più vulnerabile ai mutamenti di fiducia — giustificati o ingiustificati che siano — nelle monete nazionali che vengono attualmente usate come riserve. Una ripetizione del 1931 diventerebbe, ad un certo punto, pressochè inevitabile.

La logica soluzione di questo dilemma si troverebbe nella « internazionalizzazione » di quella parte delle riserve monetarie costituita da valute estere. L'uso di valute *nazionali* come riserve *internazionali* costituisce, invero, un « distabilizzatore automatico » nel sistema monetario mondiale. La libera scelta dei detentori di riserve tenderà normalmente a concentrarsi verso le valute « più sicure » disponibili per questo scopo, cioè verso le valute dei più importanti paesi creditori. Nell'accumulare tali valute, tuttavia, i detentori di riserve non faranno altro che fornire prestiti « non cercati » (*unrequited*) a quei paesi, aumentando così ancora di più la naturale forza delle « valute chiave » (10). Questi prestiti, inoltre, non attenuano la

(9) Vedi il numero di marzo di questa Rivista, pp. 32-35.

(10) Traduzione letterale di « key currency », espressione usata dall'Autore per indicare quelle due o tre valute internazionalmente accettate come riserve. (N. d. T.).

carezza di liquidità internazionale se i paesi a valuta chiave aumentano le loro disponibilità di oro di pari passo con l'aumento dei loro debiti a breve termine. Essi possono alleviare la situazione ed evitare che si formi una situazione di « scarsità di valute-chiave » solo se riescono a riprestare all'estero — o a distribuire sotto forma di donazioni — somme sufficienti per finanziare non solo il loro surplus corrente ma anche l'afflusso di prestiti *unrequited* corrispondente all'accumulazione delle loro valute come riserve da parte di altri paesi. Se e fin quando riescono a far ciò, il problema della liquidità internazionale è risolto e le autorità dei paesi a valuta-chiave possono anche gradire l'influenza politica che può derivare dall'aumento della loro capacità di finanziatori internazionali (11).

Il processo, tuttavia, deve necessariamente venire a termine ad un certo punto. Un paese a valuta-chiave non può permettere che la situazione delle sue riserve nette si deteriori indefinitamente. Se lo facesse, la sua moneta cesserebbe, in ogni caso, di essere considerata tra le più sicure e arriverebbe il tempo che gli altri paesi smetterebbero di accumularla e potrebbero perfino cominciare a convertire una parte di quella in loro possesso in oro o in altre valute. Quando si giunge a questo stadio, il paese a valuta-chiave dovrà affrontare difficili problemi di riaggiustamento della precedente struttura delle sue transazioni internazionali. I gruppi isolazionisti, protezionisti e propensi alle economie troveranno in una tale situazione poderosi argomenti a favore di una riduzione dei programmi di aiuti all'estero e di una inversione delle politiche commerciali liberistiche prima praticate. Rimedi di tal genere, tuttavia, possono risultare più dannosi internazionalmente e meno efficaci in pratica di quanto sembrerebbe a prima vista, poichè la riduzione degli aiuti all'estero e delle importazioni sarà assai probabilmente controbilanciata, in misura sostanziale, da una riduzione delle esportazioni.

Quali che siano le politiche adottate per riequilibrare la bilancia dei pagamenti del paese a valuta-chiave e arrestare il deflusso di oro, il loro successo comporterà inevitabilmente, quanto meno, la

(11) Vantaggi economici possono anche derivare dal fatto che i prestiti concessi dai paesi a valuta-chiave portano di solito un tasso di interesse più elevato di quello corrisposto sui loro saldi passivi a breve termine e possono contribuire a promuovere esportazioni verso il paese mutuatario. La prima di queste due considerazioni, tuttavia, non si applica evidentemente alla riesportazione di capitali sotto forma di donazioni.

cessazione del contributo del paese a moneta-chiave alla soluzione del problema della liquidità internazionale. Il loro fallimento, d'altra parte, può avere conseguenze ancor più gravi, stimolando una liquidazione su vasta scala dei saldi valutari detenuti all'estero e dando il via ad un panico finanziario internazionale che si estenderebbe anche ad altre valute. Questo è esattamente quanto accadde nel 1931, conducendo temporaneamente alla quasi totale eliminazione dei saldi in valuta estera dalle riserve monetarie di tutti i paesi al di fuori dell'area della sterlina. Nessuno può negare la parte avuta da simili eventi nella intensificazione della crisi mondiale agli inizi del decennio 1930-40.

In breve, la costituzione di riserve internazionali sotto forma di valute nazionali tende a stimolare prestiti *unrequited* al più importante paese creditore e aumenta le difficoltà in cui esso può già trovarsi per il finanziamento dei suoi surplus con l'estero. Se esso non riesce a risolvere questo problema, la scarsità di oro permarrà ma apparendo sotto guisa di scarsità della valuta del principale paese creditore. Se, d'altra parte, esso redistribuisce all'estero crediti e aiuti sufficienti non solo a finanziare i suoi avanzi nelle partite correnti ma anche a controbilanciare l'*unrequited* afflusso di fondi a breve termine dall'estero, la situazione netta delle sue riserve si deteriorerà gradualmente, fino al punto in cui la sua moneta non apparirà più assolutamente sicura a coloro che la detengono come riserva. Il flusso di fondi per la costituzione di riserve tenderà allora a rallentare, o anche ad invertirsi, in maniera tale da accentuare di nuovo, anziché attenuare, gli squilibri generali delle bilance dei pagamenti. Gli aggiustamenti che si impongono a questo stadio, nel paese creditore, se portati a termine con successo porranno fine, quanto meno, al contributo che esso precedentemente dava al mantenimento di un adeguato livello di liquidità internazionale. C'è tuttavia il grave pericolo che una meno abile condotta possa risultare in un'acuta inversione delle politiche commerciali liberistiche in tutto il mondo, o perfino dare il via a movimenti di conversione su larga scala di fondi a breve termine da una data valuta in un'altra e da tutte le valute in oro.

Il mezzo più logico per evitare tali difficoltà è abbastanza ovvio, e sarebbe stato adottato da lungo tempo se non fosse per le enormi difficoltà derivanti dal dover superare le forze di inerzia e raggiungere accordi fra diverse decine di paesi sul multiforme problema di un razionale sistema internazionale di moneta e creazione di credito.

Questa è, naturalmente, la sola spiegazione della sopravvivenza stessa dell'oro come mezzo ultimo per i regolamenti monetari internazionali. Nessuno avrebbe potuto mai concepire un più assurdo spreco di risorse umane dello scavar oro in angoli remoti della terra col solo scopo di trasportarlo e risepellirlo immediatamente in altre buche profonde, scavate apposta per riceverlo e fortemente sorvegliate per proteggerlo. La storia delle istituzioni umane tuttavia ha una sua logica. L'oro come merce presentava indubbi vantaggi rispetto alle altre merci che avrebbero potuto essere usate al suo posto come moneta. La sostituzione della moneta cartacea o scritturale alla moneta-merce all'interno dei confini nazionali di ciascun paese è stato un fenomeno lento, graduale e ancora recente nelle vicende mondiali. La sua estensione alla sfera internazionale è ancora più recente e si è inoltre sviluppata casualmente sotto la pressione delle circostanze piuttosto che come un razionale atto di creazione da parte di una qualche autorità nazionale o internazionale. Ciò spiega il presente, e interamente irrazionale, uso di monete *nazionali* come riserve *internazionali*. E tuttavia la proliferazione di enti regionali, internazionali e super-nazionali, dalla fine della guerra in poi, sta lentamente preparando il terreno per ulteriori, e già da lungo tempo mature innovazioni nel sistema monetario internazionale, e in particolar modo per l'internazionalizzazione della parte fiduciaria — le valute estere — delle riserve monetarie dei vari paesi.

Questa era, invero, la pietra basilare del famoso Piano Keynes per una Clearing Union internazionale (12). L'unica proposizione vitale del piano, sulla quale si basava tutta la sua struttura, consisteva appunto nella proposta che tutti gli stati membri si impegnassero di accettare, al posto di pagamenti in oro, e senza alcun limite, accreditamenti in « bancor » nei loro conti presso la Clearing Union, a pieno regolamento di qualsiasi saldo ad essi dovuto da qualsiasi altro membro (art. 6, paragr. 6).

Per se stessa, una tale disposizione avrebbe dotato la Clearing Union di una ugualmente *illimitata* capacità di credito, poichè « nessuno stato membro avrebbe diritto di richiedere oro dalla Clearing Union a fronte dei suoi saldi in "bancor" ». Ciò fu esplicitamente

(12) Tutte le seguenti citazioni si riferiscono al testo ufficiale dei *Proposals by British Experts for an International Clearing Union*, in data 8 aprile 1943, riprodotti in « Proceedings and Documents of the United Nations Monetary and Financial Conference », U.S. Government Printing Office, Washington, 1948, vol. II, pp. 1548-73.

stabilito nell'art. 29 e anche nell'art. 5: « Se nessun credito può essere portato fuori dal sistema di clearing, ma solo trasferito all'interno di esso, la Unione non potrà mai trovarsi in difficoltà per far fronte agli assegni tratti su di essa. Essa potrà concedere qualsiasi prestito desidera a qualsiasi dei suoi membri con la sicurezza che il ricavato potrà essere solo accreditato al conto di un altro membro dell'Unione. Il suo solo compito è di controllare che i membri si attengano alle regole e che le anticipazioni concesse a ciascuno di essi siano prudenti e consigliabili da un punto di vista della Unione considerata nel complesso ».

Keynes correttamente caratterizzò questo vitale aspetto del Piano come l'estensione logica al campo internazionale del principio essenziale che sta alla base dello sviluppo dei sistemi bancari nazionali. Le osservazioni di Keynes su questo punto meritano di essere rilette e ricordate con diffuse citazioni.

L'accettazione di saldi illimitati in « bancor » da parte dei paesi creditori non costituirebbe alcun onere effettivo per costoro. « In effetti l'accumulazione di un saldo creditore presso la Clearing Union rassomiglierebbe all'importazione di oro in quanto significherebbe che il paese che lo detiene si sta astenendo volontariamente dall'immediato uso del relativo potere di acquisto. Ma non comporterebbe, come invece l'importazione di oro, il ritiro di questo potere di acquisto dalla circolazione, o l'esercizio di una pressione deflazionistica e contrazionistica sul mondo intero, incluso in definitiva lo stesso paese creditore. Ai sensi del Piano proposto, perciò, nessun paese è danneggiato (al contrario) dal fatto che la disponibilità di risorse, che i creditori stessi volontariamente scelgono di non impiegare per il momento, non sia ritirata dalla circolazione. L'accumulazione di un credito in « bancor » non riduce in alcun modo la capacità o lo stimolo sia a produrre che a consumare » (art. 11).

« In breve, l'analogia con un sistema bancario nazionale è completa. Nessun depositante di una banca nazionale è danneggiato dal fatto che i saldi, che egli lascia inoperosi, vengano impiegati per finanziare gli affari di qualcunaltro. Come lo sviluppo dei sistemi bancari nazionali servì a neutralizzare la pressione deflazionistica, che avrebbe altrimenti impedito lo sviluppo dell'industria moderna, così, estendendo lo stesso principio al campo internazionale, possiamo sperare di controbilanciare la pressione contrazionistica che potrebbe altrimenti prevalere, con perturbamenti e delusioni, sulle speranze

del nostro mondo moderno. La sostituzione di un meccanismo creditizio al posto del tesoreggiamento ripeterebbe nel campo internazionale lo stesso miracolo, già compiuto nel campo interno, di mutare la pietra in pane » (art. 12).

« Nessun singolo stato membro deve impegnare le proprie risorse, come tali, a sostegno di alcun altro particolare stato o di alcuni dei progetti e delle politiche internazionali adottate. I membri devono solo convenire in generale che, trovandosi con risorse in sovrappiù — che al momento non desiderano impiegare essi stessi —, queste risorse possano essere convogliate in un « pool » generale ed impiegate per scopi approvati. Ciò non costa nulla al paese creditore poichè non gli si chiede di alienare permanentemente, e nemmeno per periodi di tempo definiti, tali risorse, che esso rimane libero di spendere ed impiegare per i suoi propri scopi quando meglio crederà; in tal caso il peso del finanziamento viene trasferito al prossimo creditore, e ancora solo per il periodo di tempo in cui questi non ha bisogno di usare il credito. Come sottolineato sopra, ciò equivale solo ad estendere alla sfera internazionale i metodi di un qualsiasi sistema bancario nazionale, che sono nello stesso senso « impersonali » in quanto al singolo depositante non si chiede nè di appoggiare, come tale, le iniziative per le quali il suo banchiere concede prestiti, nè di rinunciare permanentemente all'uso dei suoi depositi. Non vi sono argomenti in contrario, salvo quello che vale ugualmente per la tecnica bancaria interna, e cioè che un tale sistema può condurre all'abuso della creazione di eccessivo potere di acquisto e quindi ad un'inflazione dei prezzi. Nel nostro sforzo di evitare il male opposto, non dobbiamo perdere di vista questo rischio... Ma non c'è ragione di rifiutare i vantaggi di un sistema bancario internazionale più di quanto, in campo interno, un simile rischio non è ragione per ritornare alle pratiche degli orefici del XVII secolo (che sono quelle che seguiamo ancora in campo internazionale) e rinunciare alla vasta espansione della produzione che i principi bancari hanno reso possibile. Laddove concorsi finanziari sono richiesti per qualche scopo generalmente vantaggioso, è una grande facilitazione non doverli chiedere ad un qualsiasi paese specifico, ma poter contare piuttosto sull'anonimo ed impersonale aiuto di un sistema considerato nel complesso. Abbiamo qui un organo genuino di un governo veramente internazionale » (art. 40).

Le ultime parole di questa citazione riflettono la sola valida obiezione all'intero ragionamento di Keynes. L'obiezione è di natura

politica, non economica. Da un punto di vista strettamente economico, Keynes ha perfettamente ragione. I conti in «bancor» sarebbero, nel suo Piano, esattamente uguali all'oro. Sebbene l'accumulazione di «bancor» da parte dei paesi creditori servirebbe come base per l'estensione di credito ad altri paesi, la liquidità dei conti creditori non ne sarebbe affatto indebolita, poichè i saldi potrebbero sempre essere liberamente usati, al pari dell'oro stesso, per effettuare pagamenti dovunque nel mondo. L'obiezione politica, tuttavia, è di duplice ordine.

Innanzitutto vi è il rischio, ammesso da Keynes, di un malacorto uso delle capacità creditizie della Clearing Union per finanziare politiche inflazionistiche piuttosto che prettamente espansionistiche. Ciò ridurrebbe il valore reale dei conti dei creditori — comprendenti sia le riserve in oro che quelle in «bancor» — e li esporrebbe a pressioni inflazionistiche più forti di quelle che si sarebbero verificate in assenza di tali crediti inflazionistici da parte dell'Unione. Il che sembrerebbe, a prima vista, una ragionevole obiezione *economica* al Piano. Se, tuttavia, gli stessi paesi creditori fossero d'accordo con la politica creditizia dell'Unione, essi avrebbero ben poco da lamentarsi delle conseguenze di decisioni alle quali avessero pienamente aderito. Il nocciolo del problema sta perciò nella procedura delle votazioni nell'Unione, e nelle perdite di sovranità che essa può comportare. Si potrebbero concepire diverse clausole di salvaguardia a questo proposito, e così placare in parte i relativi legittimi timori dei paesi creditori. Quelle previste dal Piano Keynes erano tuttavia assolutamente inadeguate; nè fu mostrata eccessiva ingegnosità da parte dei partecipanti nel cercare di trovarne delle migliori (13).

Una seconda obiezione, dal punto di vista dei paesi creditori, stava nella «impersonalità» o «anonimità» dei crediti concessi dall'Unione. Keynes vedeva in questo una delle maggiori virtù del Piano, e lo era invero da un punto di vista internazionale, e ancora di più dal punto di vista dei futuri mutuatari, quale era il Regno Unito nei primi anni del dopoguerra. «L'impersonalità» avrebbe

(13) Una semplice soluzione, ma estrema, avrebbe potuto essere quella di imporre la regola dell'unanimità per tutte le concessioni di prestiti importanti da parte dell'Unione. Che questa avrebbe potuto essere una regola meno deleteria dal punto di vista operativo di quanto non possa apparire a prima vista, può essere dimostrato dall'esperienza dell'O.E.C.E., dove essa è stata sempre osservata. Soluzioni meno estreme verranno discusse più in là in questo articolo.

tuttavia comportato una diminuzione dell'influenza politica e del potere contrattuale che le nazioni creditrici possono altrimenti derivare dalla diretta negoziazione dei prestiti con i paesi mutuatari. A dire il vero, questa non dovrebbe essere considerata come una obiezione legittima al Piano, ma piuttosto come un ostacolo che si frappone nel cammino per il raggiungimento di un accordo, in un mondo nazionalistico.

La natura prevalentemente politica delle suddette difficoltà deve essere pienamente riconosciuta quando si cerca di escogitare formule realistiche per un accordo internazionale capace di funzionare in questo campo. Una delle principali implicazioni di un'impostazione del genere sta nel distinguere tra ciò che può essere raggiunto a mezzo di accordi mondiali e ciò che potrebbe conseguirsi solo su scala regionale, fra un più ristretto e più omogeneo gruppo di paesi altamente interdipendenti, acutamente consci della loro interdipendenza e meglio preparati, a causa di un comune sfondo geografico e storico, a capire i reciproci problemi e le reciproche politiche.

### III. Il Fondo Monetario Internazionale oggi.

Il Fondo Monetario Internazionale, come è attualmente costituito, può portare solo un contributo limitato, sebbene prezioso, al problema della liquidità mondiale.

#### *Prestiti passati e presenti.*

Le operazioni creditizie del Fondo, nei suoi dodici anni di esistenza, sono riassunte nella Tab. I. I prestiti lordi ammontarono a 759 milioni di \$ nei primi tre anni (1947-49) ma furono in larga parte rimborsati nei seguenti sei anni, riducendo la somma dei prestiti in essere a soli 234 milioni di \$ alla fine del 1955. La crisi di Suez fu seguita da una attività senza precedenti. I prestiti netti del Fondo salirono quasi di 1.500 milioni di \$ in due anni e sono rimasti da allora ad un livello complessivo di circa 1.700 milioni di \$.

Vi sono inoltre in essere circa 900 milioni inutilizzati di «diritti di trattenza», in base ai cosiddetti «stand-by agreements», e tutti i paesi hanno ricevuto assicurazione «del beneficio del dubbio» in caso di ricorso al Fondo per la concessione di prestiti entro le cosiddette «gold tranches», cioè fino all'ammontare del loro effettivo

TABELLA I

A. - PRESTITI DEL F.M.I., 1947-1958 (in milioni di dollari U.S.A.)						
	Prestiti nominali (1)	Riacquisti di valute dei paesi mutuatari da parte di altri membri (2)	Prestiti effettivi (3=1-2)	Rimborsi da parte dei mutuatari (4)	Prestiti netti (5=3-4)	Prestiti netti cumulativi a fine periodo (6)
I. 1947-1949	777	17	759	2	757	757
1947	468	6	462	—	462	462
1948	208	11	197	—	197	658
1949	101	—	101	2	99	757
II. 1950-1955	439	186	254	777	- 523	234
1950	—	—	—	24	- 24	733
1951	35	28	7	46	- 39	694
1952	85	—	85	102	- 16	678
1953	230	158	72	163	- 91	587
1954	62	—	62	210	- 148	439
1955	28	—	28	232	- 205	234
III. 1956-1957	1.670	—	1.670	177	1.493	1.727
1956	693	—	693	113	579	814
1957	977	—	977	64	913	1.727
IV. 1958	338	21	317	348	- 31	1.696
V. Totale . . .	3.224	224	3.000	1.304	1.696	1.696

## B. - IMPEGNI DI FINANZIAMENTO DEL F.M.I. NON UTILIZZATI A FINE 1958

I. Saldi non ancora utilizzati a fronte di accordi « Stand-by »: . . .	911
A. Regno Unito . . . . .	738
B. Altri paesi . . . . .	173
II. Crediti netti e impegni del F.M.I. a fronte delle quote oro: . . .	2.580
di cui: A. Principali paesi creditori: . . . . .	2.452
1. Stati Uniti . . . . .	1.958
2. Germania . . . . .	147
3. Canada . . . . .	90
4. Olanda . . . . .	69
5. Giappone . . . . .	62
6. Belgio . . . . .	56
7. Italia . . . . .	45
8. Svezia . . . . .	25
B. Altri paesi (1) . . . . .	128

(1) Al netto di \$ 5 milioni di facilitazioni « Stand-by » già considerate.

contributo al Fondo in forma sia di versamenti in oro che di facoltà di uso da parte del Fondo di loro valuta nazionale. Nel complesso, queste possibilità inutilizzate di credito assommano a circa 2.450 milioni di \$ per i più importanti paesi creditori elencati nella Tab. I, 740 milioni di \$ per il Regno Unito e 300 milioni di \$ per tutti gli altri paesi considerati insieme (14).

*Capacità di credito.*

La futura capacità di credito del Fondo — e così la sua capacità di alleviare la futura scarsità di liquidità mondiale — è assai più difficile da valutare.

La somma di tutte le quote misura il totale sia degli impegni che delle disponibilità di credito dei membri del Fondo. Poiché, tuttavia, lo stesso paese non può essere contemporaneamente creditore e debitore netto, il massimo degli impegni netti a conceder credito utilizzabile in un dato momento non può superare la metà della suddetta somma, a meno che larghe eccezioni non permettano ai paesi debitori di prendere a prestito importi superiori alle rispettive quote globali. Il limite estremo dell'attuale capacità creditizia del Fondo potrebbe essere stimato, su questa base, a circa 4,3 miliardi (15) di \$; e crescerà a circa 6,75 miliardi dopo che gli aumenti delle quote recentemente approvati dal Comitato dei Governatori saranno stati realizzati.

È questa, tuttavia, una stima piuttosto teorica. Dovrebbe essere in primo luogo modificata per tener conto delle passate operazioni del Fondo, che hanno profondamente alterato gli impegni e i diritti creditizi di diversi paesi. Queste operazioni sono riassunte nella Tab. II. Le risorse del Fondo alla fine del 1958 — escluse le sottoscrizioni non ancora versate — possono essere ricavate dalla linea 10

(14) I prestiti in essere del Fondo (1.700 milioni di \$ alla fine del 1958) sono inclusi come parte delle riserve lorde dei paesi mutuatari nelle Tabelle presentate nel mio articolo del numero di marzo di questa Rivista (pagg. 3-57). I crediti netti verso il Fondo e i diritti di trattenza in base a *stand-by agreements* non sono tuttavia considerati come parte delle riserve monetarie dei singoli paesi.

(15) Le quote dei paesi membri assommavano a circa 9,2 miliardi di \$ alla fine del 1958, ma includevano circa 950 milioni di sottoscrizioni non versate. A meno che non sia altrimenti avvertito, tutte le stime discusse in quest'articolo sottintendono il pieno versamento di queste sottoscrizioni, con la sola eccezione della Cina nazionalista, la cui larga quota non versata (550 milioni di \$) non ha ovviamente alcuna relazione con i suoi probabili prestiti, o ricorsi per prestiti al Fondo.

OPERAZIONI DEL F.M.I.  
(in milioni)IN VALUTE ED ORO  
di dollari U.S.A.)

TABELLA II

Incassi (+) o versamenti (—) del Fondo	Dollari U.S.A.	Marchi tedeschi	Dollari canadesi	Franchi belgi	Fiorini olandesi	Sterline	Altre valute	Totale valute	Oro	Totale
1. Prestiti al paese membro (valute vendute al Fondo) (+) . . . . .	—	—	—	+ 83	+ 144	+ 862	+ 2.135	+ 3.224 (d)	x	+ 3.224
2. Prestiti agli altri paesi membri (valute vendute dal Fondo) (—) . . . . .	— 2.916	— 69	— 15	— 11	— 5	— 208	—	— 3.224 (d)	x	— 3.224
3. Prestiti totali netti (1+2) . . . . .	— 2.916	— 69	— 15	+ 72	+ 139	+ 654	+ 2.135	x	x	x
4. Rimborsi . . . . .	+ 1.000	—	—	— 72	— 139	— 108	— 985	— 305	+ 305	x
5. Prestiti cumulativi netti (3+4) . . . . .	— 1.916	— 69	— 15	—	—	+ 545	+ 1.150	— 305 (e)	+ 305 (e)	x
6. Altri movimenti (a) . . . . .	— 46	—	—	—	—	+ 13	+ 4	— 29	+ 52	+ 22
7. Totale degli incassi o versamenti del Fondo (5+6) . . . . .	— 1.962	— 69	— 15	—	—	+ 558	+ 1.154	— 334	+ 356	+ 22
8. Acquisti di valute contro oro (b) . . . . .	+ 692	—	—	—	—	—	—	+ 692	— 692	x
9. Variazione complessiva delle disponibilità del Fondo (7+8) . . . . .	— 1.270	— 69	— 15	—	—	+ 558	+ 1.154	+ 358	— 335	+ 22
10. Disponibilità residue (c) (11+9) . . . . .	792	183	210	169	206	1.618	3.562	6.740 (d)	1.532 (f)	8.272
11. Quote sottoscritte (c) . . . . .	2.062	252	225	169	206	1.060	2.408	6.382	1.867	8.249

(a) Spese d'amministrazione del Fondo (—) e incassi diversi (+), dovuti principalmente al pagamento di commissioni, ecc., in monete nazionali.

(b) Inclusi 92 milioni di \$ pagati direttamente dai paesi membri in dollari U.S.A. in luogo di sottoscrizioni in oro.

(c) Escluse tutte le sottoscrizioni non versate.

(d) Inclusi 2 milioni di \$ da versarsi ratealmente entro il luglio 1961 da parte della Cecoslovacchia, ritirati dal Fondo.

(e) Rappresenta la differenza, ricevuta in oro dal Fondo, tra le valute « vendute al Fondo » dai debitori netti (1.696 milioni di \$) e le valute dei paesi creditori « vendute dal Fondo » nel corso di queste operazioni (2.000 milioni di \$).

(f) Inclusi 200 milioni di \$ di cambiali del Tesoro U.S.A. ed altre disponibilità in attesa di investimento derivanti da vendite di oro e riconvertibili nella stessa quantità di oro al termine degli investimenti.

della suddetta Tabella. Esse comprendono 1,5 miliardi di \$ in oro e 6,7 miliardi di \$ in una sessantina di monete dei paesi membri. Più della metà di quest'ultima somma, tuttavia, era composta di valute per le quali il Fondo non ha mai ricevuto alcuna richiesta, e delle quali è assai improbabile che riuscirà mai a venderne alcun quantitativo rilevante. La maggior parte di esse, infatti,

sono monete di paesi sottosviluppati, come l'India, il Brasile, il Pakistan, ecc., di paesi cioè che dovrebbero, secondo ogni logica, essere frequenti mutuatari piuttosto che prestatori del Fondo. Gli averi del Fondo nelle sei monete che sono state da esso effettivamente utilizzate nei suoi dodici anni di vita, raggiungevano, in totale, poco più di 3 miliardi di \$ (linea 10 della Tab. II), di

cui però più di 1,6 miliardi erano nella moneta del maggior mutuario netto del Fondo (Inghilterra), e meno di 1,2 miliardi nelle tre sole valute (dollaro U.S.A., dollaro canadese, marco tedesco) realmente prese a prestito presso il Fondo su una base netta (16).

Una valutazione più realistica, sebbene ancor più congetturale, della capacità creditizia del Fondo si può ottenere dalla Tab. III. Sono presentati in essa dieci calcoli alternativi, basati su diverse ipotesi, circa le valute che potranno essere richieste da futuri mutuatari del Fondo. Per semplicità sono state considerate a tal fine solo otto monete, e alcune di esse sono state raggruppate insieme piuttosto arbitrariamente. In effetti, assai poche delle altre monete del Fondo potrebbero essere aggiunte alla nostra lista; e le aggiunte possibili non aumenterebbero comunque in misura rilevante le nostre stime della capacità creditizia del Fondo, poichè gli importi addizionali sarebbero, nell'ipotesi più favorevole, modesti e non potrebbero essere usati simultaneamente con le otto valute indicate nella Tabella, senza permettere diffusi e ampi sconfinamenti dei limiti di quota dei rimanenti paesi mutuatari.

Se la domanda di dollari U.S.A. da parte dei mutuatari del Fondo rimanesse elevata (linee VI. 1, a, b, c), la massima capacità creditizia del Fondo, dopo l'aumento delle quote, oscillerebbe fra 4,5 e 7,4 miliardi di \$ a seconda di quante altre valute — e per quali ammontari — fossero pure richieste. La cifra massima indicata, tuttavia, non potrebbe in realtà essere prestata dal Fondo senza sostanziali sconfinamenti (più di 1,5 miliardi di \$) dai limiti di quota fissati ai mutui ricevibili da tutti gli altri membri.

La sostituzione della sterlina al dollaro quale principale valuta in forte domanda (linee VI. 2, a, b, c) non modificherebbe di molto le precedenti stime, salvo che la sostituzione degli Stati Uniti alla Gran Bretagna quale estremo mutuario permetterebbe di usare la stessa capacità creditizia — ed anzi di più — anche senza nessun superamento delle quote di prestiti ammessi.

In assenza di domande sia di dollari U.S.A. sia di sterline (linea VI. 3), la massima capacità creditizia del Fondo rimarrebbe nettamente al di sotto di 6 miliardi di \$.

Infine, se il dollaro U.S.A. e la sterlina fossero entrambi in

(16) Le vendite occasionali di sterline, fiorini olandesi e franchi belgi da parte del Fondo sono state sempre compensate, o invero molto più che compensate, da precedenti prestiti del Fondo a questi tre paesi. V. linee 1 e 3 della Tab. II.

## CAPACITA' DI CREDITO DEL F.M.I.

TABELLA III

(in milioni di dollari U.S.A.)

	Capacità di credito del Fondo			Prestiti ottenibili pro-quota da altri paesi membri					
	Disponibilità attuali del Fondo	Aumenti proposti per le quote	Totale	Totale	Dollari U.S.A.	Sterline	Altre valute utilizzate (IV)	Altre valute principali (V)	Altri paesi membri
I. Oro . . . . .	1.532	1.210	2.742						
II. Dollari U.S.A. . . . .	792	1.031	1.823						
III. Sterline . . . . .	1.618	487	2.106						
IV. Altre valute utilizzate in precedenti operazioni . .	768	718	1.486						
1. Marchi tedeschi . . .	183	343	526						
2. Dollari canadesi . . .	210	187	397						
3. Fiorini olandesi . . .	206	103	309						
4. Franchi belgi . . . . .	169	84	253						
V. Altre valute principali .	975	384	1.359						
1. Franchi francesi . . .	787	197	984						
2. Yens giapponesi . . .	187	187	375						
VI. Esempi alternativi di capacità di credito:									
1. Oro e dollari U.S.A.									
a) solo I+II . . . . .	2.324	2.241	4.565	9.774	—	1.794	2.688	1.215	4.077
b) più altre valute utilizzate (I+II+IV) .	3.092	2.959	6.051	7.086	—	1.794	—	1.215	4.077
c) più altre valute principali (I+II+IV+V)	4.067	3.343	7.410	5.871	—	1.794	—	—	4.077
2. Oro e sterline									
a) solo I+III . . . . .	3.150	1.697	4.847	14.407	6.427	—	2.688	1.215	4.077
b) più altre valute utilizzate (I+III+IV) .	3.918	2.415	6.333	11.719	6.427	—	—	1.215	4.077
c) più altre valute principali (I+III+IV+V) . . . . .	4.893	2.799	7.692	10.504	6.427	—	—	—	4.077
3. Oro e tutte le altre valute indicate tranne dollari U.S.A. e sterline (I+IV+V) . . . . .	3.275	2.312	5.587	8.221	6.427	1.794	—	—	—
4. Oro, dollari U.S.A. e sterline									
a) solo I+II+III . . . . .	3.942	2.728	6.671	7.980	—	—	2.688	1.215	4.077
b) più altre valute utilizzate (I+II+III+IV) . . . . .	4.710	3.446	8.157	5.292	—	—	—	1.215	4.077
c) più altre valute principali (I+II+III+IV+V) . . . . .	5.685	3.830	9.516	4.077	—	—	—	—	4.077

forte domanda (linee VI. 4, *a, b, c*), la capacità creditizia del Fondo potrebbe essere dell'ordine di 6,7-9,5 miliardi di \$, con la condizione tuttavia che le somme eccedenti i 7,5 miliardi richiederebbero di nuovo larghi superamenti delle quote a favore dei mutuatari.

Tutte queste sono, naturalmente, ipotesi estreme che suggeriscono i limiti massimi piuttosto che il plausibile ambito della futura attività creditizia del Fondo. Prestiti in misura molto superiore, poniamo, a 5 miliardi di \$ potrebbero assai difficilmente non essere accompagnati da una pericolosa scarsità di alcune valute di paesi creditori, e comporterebbero probabilmente un impoverimento delle consistenze auree del Fondo che metterebbe in pericolo la sua capacità di far fronte, nelle valute desiderate, all'impegno morale di concedere a ciascun membro « il beneficio del dubbio » per gli utilizzi contenuti entro i limiti delle rispettive « gold tranches ».

Tuttavia, anche 5 miliardi di \$ di capacità creditizia dovrebbero essere più che sufficienti a far fronte per parecchi anni a venire alla scarsità di liquidità mondiale, grosso modo stimata nel mio precedente articolo tra 6 e 17 miliardi di \$ nel prossimo decennio (17).

Ciò è tanto più vero in quanto la posizione delle riserve di tutti i più importanti paesi che ne detengono, eccetto gli Stati Uniti, è migliorata notevolmente durante il 1958. Questi paesi — compresi il Regno Unito e la Francia — non avranno probabilmente bisogno di ricorrere ad assistenza su larga scala da parte del Fondo nel prossimo futuro. Il Fondo avrà così la possibilità di dedicare la maggior parte delle sue risorse a prestiti a paesi non industrializzati, il cui bisogno d'assistenza è massimo dato l'allarmante peggioramento delle loro bilance dei pagamenti e delle loro riserve negli ultimi anni.

Il respiro che sarà così assicurato dall'aumento delle quote del Fondo dovrebbe essere usato dai governi e dai loro esperti per

(17) Queste cifre tuttavia non sono in realtà comparabili. Prima di tutto i prestiti entro i limiti delle « gold tranches » sono inclusi nella stima di 5 miliardi di \$ e costituirebbero semplicemente una restituzione ai mutuatari delle somme da essi stessi prestate al Fondo. Parecchi dei paesi creditori, inoltre, non considerano come riserve monetarie i loro crediti netti verso il Fondo, derivanti dalle sottoscrizioni in oro e dall'utilizzo delle loro sottoscrizioni in moneta nazionale. Il maggior contributo del Fondo alla liquidità mondiale sta perciò assai meno nella creazione di liquidità addizionale che nella « attivazione » del preesistente stock di riserve mondiali. Le riserve « inattive » dei paesi creditori sono messe a disposizione e usate da paesi debitori con livelli di riserve particolarmente depressi. Nella misura in cui ciò accade i prestiti del Fondo aumentano la velocità, piuttosto che la quantità, delle riserve mondiali.

studiare le più audaci ed originali riforme indispensabili per adeguare le istituzioni monetarie internazionali alle necessità e possibilità del nostro tempo.

La fondamentale deficienza dell'attuale sistema, e il maggior pericolo per la sua futura stabilità, van ricercati nel fatto ch'esso fa dipendere gli sviluppi della liquidità monetaria mondiale soprattutto da una riconosciuta, insufficiente offerta di nuovo oro e da una riconosciuta, aleatoria espansione dell'indebitamento a breve termine dei paesi a moneta-chiave. La più logica soluzione del problema sarebbe offerta dalla sostituzione delle riserve in valute nazionali con saldi tenuti dai paesi membri presso il Fondo Monetario Internazionale.

L'accettazione di una siffatta soluzione — con le necessarie garanzie indicate schematicamente più avanti — eliminerebbe anche la maggior parte delle non necessarie complessità e limitazioni delle tecniche operative del Fondo, che ora derivano dalla dipendenza delle operazioni stesse da sottoscrizioni fisse in moneta nazionale. Col nuovo assetto, la capacità creditizia del Fondo potrebbe derivare invece dalla normale accumulazione da parte dei membri di una porzione delle loro riserve monetarie in forma di saldi presso il Fondo Monetario, saldi utilizzabili pienamente e internazionalmente al pari dell'oro stesso. Contrariamente a ciò che accade per le attuali quote di sottoscrizione, tali saldi non comporterebbero alcun sacrificio di liquidità da parte dei loro detentori, e il loro ammontare potrebbe variare continuamente in maniera da uniformarsi all'evoluzione delle riserve di ciascun paese membro.

La caratteristica essenziale della soluzione qui propugnata è, naturalmente, identica a quella del progettato « bancor » di Keynes, discussa sopra nelle pagine 306-311. Le proposte concrete che seguono, tuttavia, differiscono per quasi tutti gli altri aspetti dal Piano Keynes; e queste differenze sono, a lor volta, dettate da due principali preoccupazioni. La prima è di cercare di controbattere direttamente le obiezioni politiche ed economiche sollevate contro il Piano Keynes, obiezioni che lo resero irrealizzabile in pratica, soprattutto dal punto di vista dei paesi probabili creditori. La seconda è di eliminare alcuni punti deboli del Piano Keynes, attribuibili nella maggior parte dei casi ad interessi e preoccupazioni peculiarmente britannici e alle estremamente anormali e difficili condizioni a ragione previste dal Keynes per i primi anni del dopoguerra.

#### IV. Un nuovo statuto per il Fondo Monetario Internazionale.

La pietra basilare delle nostre proposte sarebbe la sostituzione dei saldi in monete nazionali — e cioè soprattutto dollari e sterline — con saldi presso il F.M.I., in funzione di riserve monetarie dei paesi membri. Tali saldi dovrebbero essere resi equivalenti all'oro sotto ogni punto di vista e ampiamente usabili ed accettabili nei pagamenti mondiali.

Quest'ultimo obiettivo — ripeto — sarebbe stato raggiunto nel Piano Keynes attraverso un formale obbligo da parte di ciascun paese membro di accettare illimitati quantitativi di « bancor » in pagamento di qualsiasi credito accumulato verso qualsiasi altro paese membro. I conti in « bancor » così accreditati avrebbero potuto essere liberamente usati per pagamenti simili ad altri paesi membri ma non avrebbero dato alcun diritto di ritirare oro dalla Clearing Union. L'accettazione di una tale proposta avrebbe dotato l'Unione di una parimenti illimitata capacità creditizia, solo frenata in pratica dalle limitazioni, peraltro insufficienti, previste da altri articoli del Piano per quanto riguarda i diritti di prestito o quote spettanti a ciascun membro.

La principale obiezione sollevata contro il Piano Keynes stava, come si accennò, nelle enormi pressioni inflazionistiche alle quali i paesi creditori si esporrebbero accettando così vasti impegni ad accumulare « bancor ». Seconda obiezione: la creazione di moneta-bancor da parte dell'Unione non sostituirebbe, ma accentuerebbe l'influenza espansionistica derivante da ulteriori aumenti dei saldi in dollari o sterline. Il mantenimento dei saldi in dollari e sterline come mezzi internazionali alternativi, o supplementari, di pagamento — a fianco dell'oro e dei « bancor » — significava anche che il Piano Keynes non avrebbe rimosso completamente i pericoli e le debolezze derivanti dal funzionamento del sistema a cambio aureo. Infine, altre obiezioni furono validamente sollevate contro l'automaticità dei larghi diritti di chiedere prestiti conferiti ai futuri paesi deficitari.

A queste obiezioni si replicò di fatto con l'abbandono della caratteristica chiave del piano e con la sostituzione dei conti in « bancor » con quote nazionali, dipendenti in larga misura dalle sottoscrizioni in moneta nazionale al F.M.I. Le proposte che seguono salverebbero, al contrario, il nocciolo del meccanismo del Piano Keynes, mentre controbatterebbero frontalmente le obiezioni sollevate nei suoi confronti. I conti presso il Fondo — saldi in « bancor » —

rimarrebbero mezzi di pagamento pienamente multilaterali, semplificando così grandemente le operazioni creditizie dell'Istituto e garantendo in modo assai più fermo la continua interconvertibilità di tutte le monete dei paesi membri contro ricadute in politiche discriminatrici e bilateralistiche nel commercio e nei pagamenti internazionali.

#### A) Fonti e limiti della capacità di credito totale del Fondo.

La capacità di credito del F.M.I. sarebbe basata, come nel Piano Keynes, sull'accumulazione di conti in « bancor » — nella forma di depositi presso il F.M.I. — da parte dei paesi membri. Questi saldi concorrerebbero a formare, insieme all'oro, le riserve monetarie totali, e sarebbero pienamente equivalenti all'oro ai fini dei pagamenti internazionali. Questo obiettivo fondamentale, tuttavia, non richiede nè che il Fondo sia dotato di capacità creditizia *illimitata* — e potenzialmente inflazionistica —, nè che ciascun paese membro si impegni in anticipo ad accumulare quantitativi *illimitati* di « bancor » in pagamento dei suoi surplus.

La capacità totale di credito del Fondo può essere a ragione limitata alla creazione di quantitativi di « bancor » sufficienti per mantenere un adeguato livello di liquidità internazionale. Vari criteri possono essere usati allo scopo. Il più semplice potrebbe essere il limitare i prestiti netti del Fondo, per ciascun periodo di dodici mesi, ad un ammontare totale che, aggiunto all'aumento corrente dello stock di oro monetario, incrementasse le riserve monetarie totali, poniamo, del 5% l'anno (18). La cifra esatta non potrebbe naturalmente essere determinata scientificamente e dipenderebbe in ogni caso, in pratica, da un compromesso fra i divergenti punti di vista nazionali che emergerebbero nel corso delle negoziazioni del nuovo accordo per il Fondo. Come soluzione ragionevolmente conservativa si potrebbe assumere la cifra del 3% come decisamente non inflazionistica, e richiedere una maggioranza qualificata di voti (2/3, 3/4, 4/5 del totale, o anche l'unanimità) per autorizzare prestiti in eccesso del 3, 4 o 5% l'anno (19).

(18) V. il numero di marzo di questa Rivista, pp. 32-34.

(19) Criteri alternativi, più logici ma anche più difficili da definirsi concretamente, potrebbero essere derivati dalla tendenza in atto di qualche indice di prezzi internazionali riflettente pressioni inflazionistiche o deflazionistiche sull'economia mondiale.

Supponendo per esempio che gli stocks di oro monetario continuino ad aumentare di 700-800 milioni di \$ l'anno, la quota annua di prestiti che il Fondo potrebbe concedere in base ad un tasso d'incremento del 3% potrebbe oggi essere stimata, grosso modo, in circa 800-900 milioni di \$. Un tasso del 4% eleverebbe la cifra a circa 1,4 miliardi di \$, e un tasso del 5% a circa 2 miliardi di \$ l'anno (20). Queste stime aumenterebbero gradualmente, ma lentamente, con gli ulteriori aumenti delle riserve mondiali. Esse potrebbero d'altra parte anche diminuire, oltre che aumentare, a seconda delle future fluttuazioni degli incrementi dello stock mondiale di oro monetario.

### B) Depositi minimi richiesti.

Quali provvedimenti sarebbero necessari per indurre i paesi membri a finanziare questi prestiti del Fondo attraverso l'accumulazione di un equivalente ammontare di saldi presso il Fondo stesso, come parte dell'aumento annuo delle loro riserve monetarie totali?

La maggioranza dei paesi membri ha mantenuto, per parecchi anni, una considerevole parte delle riserve monetarie sotto forma di valute estere — soprattutto dollari U.S.A. e sterline — piuttosto che sotto forma di oro. La percentuale delle riserve in valute estere rispetto alle riserve totali era in media, alla fine del 1957, di circa il 30% per il mondo intero, e raggiungeva il 55% per il complesso dei paesi esclusi gli Stati Uniti e il Regno Unito (21). Durante i cinque anni precedenti la crisi di Suez, solo i saldi ufficiali in dollari aumentarono con un ritmo medio di quasi un miliardo di \$ l'anno.

I maggiori incentivi per una tale accumulazione sono, naturalmente, il minor costo dell'uso delle monete-chiave rispetto all'uso dell'oro nei pagamenti internazionali e i redditi che si ricavano dalle riserve mantenute sotto forma di valute estere. I maggiori ostacoli (per una tale accumulazione) sono costituiti dai rischi di fluttuazioni dei cambi, di inconvertibilità, di congelamenti o perfino d'insolvenza, rischi connaturali col possesso di valuta di un paese estero.

(20) Questi calcoli sono basati sulle stime del F.M.I. che valutano le riserve mondiali di oro — escluse le istituzioni internazionali — a circa 54 miliardi di \$, alla fine del 1958.

(21) V. numero di marzo di questa Rivista, pp. 24 e 41.

Il passaggio da saldi in moneta nazionale a saldi presso il F.M.I. potrebbe mantenere in pieno gli incentivi e diminuire considerevolmente, nel contempo, il peso degli ostacoli. I redditi ricavati dal Fondo sui suoi prestiti ed investimenti (22) dovrebbero essere distribuiti fra i membri *pro rata* dei rispettivi saldi creditori presso l'Istituto. Questi saldi — come tutti gli altri conti del Fondo — dovrebbero essere espressi in un'unità aurea; sfuggirebbero perciò al rischio di variazioni dei cambi, sempre connesso con averi in valuta estera espressi in monete nazionali. Essi rimarrebbero del pari immuni da qualsiasi decisione di inconvertibilità adottata da qualsivoglia paese membro del Fondo; e potrebbero esser usati in ogni momento dai loro possessori, non meno liberamente e ampiamente dell'oro stesso, per eseguire pagamenti ad altri paesi membri, ed anche a paesi non membri (23). Questa disciplina dovrebbe render possibile a tutti i paesi di considerare i loro saldi presso il Fondo quali normali e preziosi componenti delle loro riserve monetarie, pienamente equivalenti all'oro nel calcolo delle riserve stesse o di qualsiasi copertura aurea ogni qualvolta esistano disposizioni legali a questo riguardo.

I suddetti vantaggi dovrebbero assicurare una considerevole domanda di saldi presso il Fondo da parte della maggioranza dei paesi membri, e principalmente da parte di quei paesi che già posseggono una forte aliquota delle loro riserve monetarie in valuta estera anziché in oro. I possessi volontari di saldi presso il Fondo da parte dei paesi membri potrebbero ben eccedere, dopo un certo periodo di tempo, i quantitativi necessari per finanziare le operazioni creditizie del Fondo, nel qual caso una quota crescente delle poste attive del Fondo assumerebbe la forma di oro.

Non è tuttavia probabile che ciò avvenga fintantochè i paesi membri non siano diventati pienamente familiari con il sistema e con la sicurezza, liquidità, e capacità di reddito di questa nuova forma di accumulazione delle riserve. Nei primi anni almeno sarà necessario chiedere ai membri del Fondo di tenere presso l'Istituto saldi ampiamente sufficienti a finanziare i suoi prestiti e a garantire

(22) V. oltre, pp. 334-338.

(23) Sono attualmente membri del Fondo praticamente tutti i paesi fuori del blocco sovietico, eccetto la Svizzera e la Nuova Zelanda. Qualche ulteriore sforzo potrebbe essere fatto per indurre questi due paesi ad associarsi al F.M.I. dopo la riforma; e il rimanente della nostra discussione assumerà che questi sforzi siano stati coronati da successo. Gli speciali congegni altrimenti necessari per mettere in grado i membri di utilizzare i loro conti presso il fondo per effettuare pagamenti a non-membri, non creerebbero alcun serio onere finanziario per il Fondo.

— attraverso una sufficiente accumulazione di riserve auree — la piena convertibilità dei saldi stessi in qualsiasi valuta, anche « la più forte », effettivamente necessaria per i pagamenti.

Ambedue questi scopi potrebbero essere raggiunti assai semplicemente chiedendo ai membri di tenere sotto forma di depositi presso il Fondo una certa porzione delle loro riserve monetarie lorde. Tutti i membri dovrebbero convenire di accettare senza limiti tali depositi a saldo di crediti internazionali, ma avrebbero il diritto di convertire in qualsiasi momento in oro, se così desiderassero, i depositi accumulati a loro credito in eccesso rispetto al minimo richiesto. Quest'obbligo sostituirebbe il presente sistema delle quote, rispetto al quale offrirebbe considerevoli vantaggi sia per i singoli membri che per il Fondo stesso.

Primo vantaggio: i saldi presso il Fondo rimarrebbero altrettanto liquidi ed utilizzabili per i pagamenti come l'oro stesso, e perciò — come già si è notato — dovrebbero essere considerati parte integrante delle riserve monetarie di ciascun paese. Il mantenimento di una parte delle riserve nazionali in questa forma non costituirebbe quindi alcun onere per il paese e non solleverebbe alcuno di quei problemi finanziari interni che qualche paese ora incontra per finanziare la sua quota di sottoscrizione al Fondo (24).

Secondo vantaggio: i depositi obbligatori si adeguerebbero automaticamente alle fluttuazioni della posizione complessiva delle riserve di ciascun paese. Le risorse totali del Fondo aumenterebbero così di pari passo con l'aumento del livello mondiale delle riserve. Ma soprattutto, l'aumento dei depositi minimi obbligatori presso il Fondo si concentrerebbe sui paesi che godono di avanzi netti, e la cui moneta è quindi la più richiesta nei pagamenti internazionali. Questa flessibilità fa contrasto con la rigidità, l'arbitrarietà e lo sciupio del presente sistema delle quote, che può essere modificato solo di rado e solo attraverso un laborioso processo di negoziazioni internazionali e di innovazioni legislative nazionali da parte di tutti i membri del Fondo.

(24) Poiché le quote sottoscritte (e versate) non possono ora essere usate liberamente dal sottoscrittore per effettuare pagamenti, ma solamente gli danno diritto di chiedere prestiti al Fondo, molti paesi non considerano la loro posizione creditoria verso il Fondo come parte delle proprie riserve. Le sottoscrizioni al Fondo, e i crediti verso di esso, devono perciò essere finanziate direttamente dal governo attingendo da fondi accumulati o chiedendo prestiti alla banca centrale oppure ricorrendo al mercato.

Una questione rimane da risolvere. Quali sarebbero i depositi obbligatori minimi necessari per assicurare al Fondo un'adeguata capacità creditizia e per garantire che questa capacità creditizia rimanga pienamente multilaterale, cioè non venga ostacolata dall'insorgere di « scarsezze » per particolari monete del Fondo?

Le tabelle IV e V presentano calcoli ipotetici basati su depositi obbligatori minimi pari al 20% delle riserve. Le riserve lorde (55 miliardi di \$) escludono i crediti dei paesi creditori verso l'U.E.P. (circa 1,4 miliardi di \$), consolidati in base all'accordo di liquidazione dell'Unione. Essi comprendono però i crediti netti dei membri verso il F.M.I., dato che essi si trasformerebbero dopo la riforma qui proposta in depositi presso il Fondo aventi valore di riserve pienamente liquide. I paesi sarebbero così obbligati inizialmente a tenere in deposito presso il Fondo un ammontare di circa 11 miliardi di \$, che aumenterebbe anno per anno del 20% dei nuovi incrementi delle riserve lorde dei paesi membri, e sarebbe ampiamente sufficiente a coprire tutti i probabili prestiti futuri del Fondo per molti anni avvenire. Un certo aumento di questo rapporto fra depositi e riserve totali potrebbe a lungo andare mostrarsi desiderabile; ma è molto probabile che i depositi volontari sarebbero allora così ampi da rendere in pratica non necessario un aumento obbligatorio.

Questi depositi minimi obbligatori possono essere confrontati con le quote F.M.I. modificate — di prossima applicazione — che essi dovrebbero sostituire. Per molti paesi, specie per quelli a basse riserve, essi risultano notevolmente inferiori; le superano solo di poco per taluni paesi a riserve molto elevate: Stati Uniti (\$ 380 milioni), Germania (\$ 290 milioni), Italia (\$ 180 milioni), Svizzera (\$ 410 milioni), Venezuela (\$ 200 milioni), Portogallo (\$ 140 milioni), Austria (\$ 60 milioni), ecc. I depositi minimi, peraltro, per la maggioranza dei paesi risultano più alti del 25% di quota oro delle rispettive sottoscrizioni al F.M.I., ma bisogna di nuovo notare che le somme in deposito presso il Fondo conserverebbero le loro caratteristiche di piena liquidità e sarebbero altrettanto o ancor più utilizzabili per i pagamenti che la porzione di riserve ora mantenuta dalla maggior parte dei paesi in forma di saldi in dollari o sterline.

Per coprire i depositi obbligatori minimi, tutti i paesi dovrebbero trasferire al Fondo un pari ammontare delle loro disponibilità. A tal fine sarebbero accettabili tre tipi di disponibilità:

TABELLA IV

CONFRONTO TRA I DEPOSITI OBBLIGATORI MINIMI PRESSO IL F.M.I.  
E LE QUOTE MODIFICATE, IN BASE ALLE RISERVE MONETARIE A FINE 1958  
(in milioni di dollari U.S.A.)

	Riserve lorde				Depositi minimi presso il FMI (5=20% di 4)	Quote modificate (6)	Valute estere in eccesso (7=1+2-5)	Versamenti in oro (8=5-1-2)
	Crediti netti verso il Fondo (1)	Valute estere (2)	Oro (3)	Totale (4=1+2+3)				
I. Stati Uniti . . .	1.958	—	20.582	22.540	4.508	4.125	—	2.550
II. Regno Unito . . .	—	255	2.850	3.105	621	1.950	—	366
III. OCEC continentale	367	6.360	9.590	16.317	3.263	3.136,5	3.913	449
A. Comunità Europea . . .	318	4.577	6.543	11.438	2.288	2.610,0	2.770	163
Germania . . .	147	2.587	2.639	5.373	1.075	787,5	1.659	—
Francia . . .	—	376	589	965	193	787,5	183	—
Italia . . .	45	1.219	995	2.259	452	270,0	812	—
Olanda . . .	69	338	1.050	1.457	291	412,5	116	—
Belgio-Lussemburgo . . .	57	57	1.270	1.384	277	352,5	—	163
B. Altri paesi . . .	49	1.783	3.047	4.879	976	526,5	1.143	286
Svizzera . . .	x	124	1.925	2.049	410	x	—	—
Portogallo . . .	x	211	493	704	141	x	70	—
Austria . . .	12	464	194	670	134	75,0	342	—
Svezia . . .	25	267	204	496	99	150,0	193	—
Norvegia . . .	12	200	43	255	51	75,0	161	—
Danimarca . . .	—	199	31	230	46	102,0	153	—
Turchia . . .	—	154	144	297	59	64,5	95	—
Grecia . . .	—	164	13	177	35	60,0	129	—
IV. Canada . . .	90	870	1.078	2.038	408	550,00	552	—
V. America Latina . . .	40	1.518	1.791	3.349	670	1.009,50	897	9
Venezuela . . .	4	385	720	1.109	222	22,50	167	—
Brasile . . .	—	140	325	465	93	225,00	47	—
Cuba . . .	—	300	80	380	76	75,00	224	—
Messico . . .	22	194	144	360	72	135,00	144	—
Argentina . . .	—	185	114	299	60	225,00	125	—
Uruguay . . .	4	30	180	214	43	22,50	—	9
Colombia . . .	—	89	72	161	32	75,00	57	—
Cile . . .	—	19	40	59	12	75,00	7	—
Guatemala . . .	1	21	27	49	10	7,50	12	—
Repubblica Dominicana . . .	2	33	12	47	9	15,00	26	—
Panama . . .	—	48	—	48	10	0,75	38	—
Costarica . . .	1	17	2	20	4	7,50	14	—
Ecuador . . .	2	14	22	38	8	15,00	8	—
Perù . . .	—	12	19	31	6	37,50	6	—
Honduras . . .	2	8	—	10	2	11,25	8	—
El Salvador . . .	2	6	31	39	8	11,25	—	—
Nicaragua . . .	—	6	1	7	1	11,25	5	—

segue TABELLA IV

CONFRONTO TRA I DEPOSITI OBBLIGATORI MINIMI PRESSO IL F.M.I.  
E LE QUOTE MODIFICATE, IN BASE ALLE RISERVE MONETARIE A FINE 1958  
(in milioni di dollari U.S.A.)

	Riserve lorde				Depositi minimi presso il FMI (5=20% di 4)	Quote modificate (6)	Valute estere in eccesso (7=1+2-5)	Versamenti in oro (8=5-1-2)
	Crediti netti verso il Fondo (1)	Valute estere (2)	Oro (3)	Totale (4=1+2+3)				
Paraguay . . .	—	7	—	7	1	11,25	6	—
Bolivia . . .	—	14	1	5	1	15,00	3	—
Haiti . . .	—	—	1	2	—	11,25	—	—
VI. Paesi oltremare dell'area della sterlina	22	3.394	755	4.173	835	1.368,0	2.583	—
Australia . . .	8	958	162	1.128	226	300,0	740	—
India . . .	—	475	247	722	144	600,0	331	—
Malesia . . .	1	330	—	331	66	37,5	265	—
Ghana . . .	—	301	—	301	60	22,5	241	—
Iraq . . .	2	267	34	303	61	12,0	208	—
Irlanda . . .	4	244	18	266	53	45,0	195	—
Sud Africa . . .	—	105	211	317	63	150,0	42	—
Pakistan . . .	3	209	49	261	52	150,0	160	—
Nuova Zelanda . . .	x	153	33	187	37	x	116	—
Ceylon . . .	4	172	—	176	35	22,5	141	—
Burma . . .	—	119	—	119	24	22,5	95	—
Giordania . . .	—	46	—	46	9	4,5	37	—
Islanda . . .	—	15	1	16	3	1,5	12	—
VII. Altri paesi . . .	106	2.692	1.115	3.910	782	2.168,0	2.017	5
A. Europa . . .	19	257	109	386	77	297,0	199	—
Finlandia . . .	9	214	35	259	52	57,0	171	—
Spagna . . .	10	10	57	77	15	150,0	5	—
Yugoslavia . . .	—	33	17	50	10	90,0	23	—
B. Altri . . .	87	2.435	1.006	3.524	705	1.871,00	1.818	5
Giappone . . .	62	807	54	923	185	500,00	684	—
Egitto . . .	—	255	174	429	86	90,00	165	—
Tailandia . . .	3	215	112	330	66	18,75	152	—
Iran . . .	—	112	141	253	51	52,50	61	—
Indonesia . . .	—	180	37	217	43	165,00	137	—
Congo Belga . . .	x	104	83	186	37	x	67	—
Viet-Nam . . .	3	159	—	162	32	18,75	130	—
Corea . . .	3	145	2	149	30	18,75	118	—
Formosa . . .	—	102	9	111	22	825,00	80	—
Libano . . .	1	16	91	108	22	6,75	—	5
Israele . . .	2	91	2	94	19	11,25	74	—
Filippine . . .	—	82	10	92	18	22,50	64	—
Etiopia . . .	1	53	4	58	12	9,00	42	—
Siria . . .	2	12	24	37	7	9,75	7	—
Altri . . .	10	102	263	375	75	123,0	37	—
VIII. Totale . . .	2.583	15.089	37.761	55.432	11.086	14.307	9.962	3.379

Fonti e note: Le stime delle riserve sono basate sugli ultimi dati 1958 pubblicati in « International Financial Statistics », aprile 1959. Come è spiegato nel testo, alle stime delle I.F.S. sono stati sottratti i crediti verso l'U.E.P. ed aggiunti i crediti netti verso il F.M.I.

1) crediti netti verso il Fondo precedentemente accumulati; tali crediti sarebbero automaticamente trasformati in depositi presso il F.M.I.;

2) altre disponibilità in valuta estera liquide o semiliquide, cioè, principalmente, saldi in dollari e sterline;

3) oro.

TABELLA V

SITUAZIONE IPOTETICA DEI CONTI DEL F.M.I. ALLA FINE DEL 1958  
DOPO LE RIFORME PROPOSTE  
(in miliardi di dollari U.S.A.)

Attività		Passività	
1. Oro . . . . .	4,9	1. Depositi minimi in c/c dei paesi membri . . . . .	11,1
a) Disponibilità al 31-12-1958 . . . . .	1,5	a) derivanti dai crediti netti dei membri al 31-12-1958 . . . . .	2,6
b) Nuovi depositi . . . . .	3,4	b) derivanti da depositi addizionali in oro e valuta estera . . . . .	8,5
2. Crediti verso i membri . . . . .	6,2	2. Utili netti . . . . .	0,02
a) Al 31-12-1958 . . . . .	1,1		
b) Nuovi depositi . . . . .	5,1		
TOTALE . . . . .	11,1	TOTALE . . . . .	11,1

## Nota:

Il prospetto è basato sui dati della Tabella IV, nell'ipotesi che i paesi mantengano presso il Fondo solo i depositi obbligatori minimi e gli trasferiscano a tal fine oro solo nella misura in cui le loro riserve di valuta estera risultano insufficienti a coprire i suddetti minimi obbligatori.

Supponendo che all'inizio tutti i paesi preferissero trattenere le loro disponibilità di oro, la maggior parte di essi adempirebbe pienamente le proprie obbligazioni in fatto di riserve col trasferimento al Fondo di una parte soltanto delle attuali disponibilità di valuta estera. Solo pochi paesi — principalmente gli Stati Uniti e il Regno Unito — per far fronte agli obblighi di deposito dovrebbero trasferire oro al Fondo (v. Tab. IV, col. 8).

La Tabella V mostra quale sarebbe la situazione di bilancio del Fondo dopo tutti questi trasferimenti. Circa la metà delle attività del Fondo (4,9 miliardi di \$) sarebbe rappresentata da oro, e il resto da crediti vari nei confronti dei paesi membri, ma principalmente da crediti in dollari (probabilmente più di 3 miliardi) e in sterline (probabilmente quasi 2 miliardi di \$). Non vi sarebbe motivo di

modificare le attuali disposizioni riguardanti il rimborso dei crediti in essere del Fondo (circa 1 miliardo di \$) originati dalle operazioni sin qui effettuate. Nuove disposizioni dovrebbero invece esser formulate per i nuovi crediti acquisiti dal Fondo in dipendenza delle riforme proposte. Tali crediti verrebbero ad essere rappresentati principalmente da depositi bancari e cambiali del Tesoro su New York o su Londra che oggi costituiscono parte delle riserve monetarie dei paesi membri. Il Fondo non avrebbe necessità immediata di modificare questi investimenti, ma dovrebbe essere autorizzato a farlo, in maniera graduale e progressiva, e in quanto ciò risultasse utile allo svolgimento delle sue operazioni. Allo scopo si potrebbe conferire al Fondo l'opzione di liquidare siffatti investimenti in ragione di una certa percentuale massima, per esempio il 5% l'anno. Ciò potrebbe rappresentare per gli Stati Uniti e per il Regno Unito un onere annuo massimo di rimborso rispettivamente di 150 e 100 milioni di \$ (25).

Questa struttura delle attività del Fondo dovrebbe in pratica eliminare ogni pericolo di « scarsità di monete » nel Fondo stesso e garantire quindi la piena e continuata convertibilità dei depositi presso il Fondo in qualsiasi valuta necessaria ai membri. Le vendite di valuta del Fondo verrebbero accreditate ai conti di deposito dei paesi la cui valuta è stata venduta, e le larghe disponibilità di oro del Fondo (circa 5 miliardi di \$) gli permetterebbero di far fronte a qualunque richiesta di detti paesi di convertire in oro l'eccedenza dei loro depositi rispetto al 20% di minimo obbligatorio (26). Per contro i paesi in debito col Fondo non avrebbero un diritto assoluto a conversioni del genere. Il Fondo potrebbe, in tali casi, insistere per un ammortizzo straordinario dei debiti nei suoi confronti come alternativa a rimborsi in oro che rischiassero di deteriorare la sua situazione di liquidità. Ciò costituirebbe un'ulteriore garanzia contro qualsiasi carenza delle due principali monete degli scambi e dei

(25) Se si ritenesse opportuno stabilire un più rapido rimborso, l'opzione del 5% potrebbe essere applicata o allo stesso debito (come è suggerito nel testo) oppure all'eccedenza delle riserve auree di un dato paese rispetto ad un ammontare « normale » definito dal rapporto medio delle riserve mondiali alle importazioni mondiali. Questo secondo criterio lascerebbe invariati gli obblighi del Regno Unito, ma aumenterebbe inizialmente a circa 750 milioni di \$ l'anno gli impegni di rimborso degli Stati Uniti.

(26) Gli stessi depositi minimi obbligatori aumenterebbero, naturalmente, del 20% delle somme accreditate in conto ai paesi membri, dato che tali somme eleverebbero corrispondentemente le riserve monetarie lorde dei paesi accreditati.

pagamenti internazionali — il dollaro U.S.A. e la sterlina —, date le larghe disponibilità iniziali del Fondo (più di 5 miliardi di \$) nelle suddette monete.

C) *Assorbimento da parte del Fondo di residue riserve in valuta estera.*

Le operazioni sopra descritte assorbirebbero e consoliderebbero una parte notevole (circa 5 miliardi di \$) delle riserve in valute estere dei paesi membri, ma lascerebbero ancora fuori circa 10 miliardi di \$ di riserve costituite da monete nazionali. Allo scopo di eliminare pienamente dal sistema monetario internazionale le incongruenze e i pericoli sopra denunciati (27), anche queste riserve in monete nazionali dovrebbero essere convertite in depositi internazionali presso il Fondo. Se ciò avvenisse, gli impegni del Fondo a fronte di depositi, dianzi calcolati in circa 11 miliardi di \$, salirebbero a circa 21 miliardi, e le sue disponibilità di valuta estera a 16 miliardi di \$. Le riserve auree del Fondo all'inizio resterebbero invariate, cioè a 5 miliardi di \$, ovvero a poco meno del 25% dei suoi impegni totali. Un simile livello potrebbe sembrare troppo basso, tale da far correre al Fondo il pericolo di non avere oro a sufficienza per procurare ai suoi membri una moneta in forte domanda nel caso che il paese emittente insistesse nel pretendere la conversione in oro di tutti i suoi depositi presso il Fondo per la parte eccedente il 20% del deposito obbligatorio.

Tale pericolo, tuttavia, sarebbe più remoto di quanto non si possa credere. Prima di tutto difficilmente esso potrebbe concretizzarsi per le due principali monete in uso negli scambi e nei pagamenti internazionali. Oggi infatti il Fondo disporrebbe di quasi 9 miliardi in dollari e di oltre 5 miliardi di \$ in sterline (28). Una forte domanda mondiale di dollari o sterline potrebbe essere soddisfatta, in gran parte, più con il rimborso straordinario di questi debiti che con versamenti in oro da parte del Fondo equivalenti ai saldi acqui-

(27) Vedi sopra pp. 304-306.

(28) I saldi ufficiali in dollari dei paesi esteri alla fine del 1958 sono stati indicati in 8.662 milioni e il totale delle disponibilità — pubbliche e private — di titoli e obbligazioni del Governo U.S.A. in \$ 983 milioni. I saldi in sterline dei paesi non coloniali sono stati stimati in 6,9 miliardi di \$. Sulla base del rapporto 1957 tra i saldi in sterline di proprietà governativa e quelli di pertinenza di privati tale totale potrebbe essere suddiviso all'incirca in \$ 5,3 miliardi di disponibilità ufficiali e \$ 1,5 miliardi di saldi privati.

siti dai due paesi in questione in eccedenza del loro 20% di deposito obbligatorio.

Il pericolo di un eccessivo assottigliamento delle disponibilità di oro del Fondo potrebbe perciò essere determinato solo da due altre cause:

1) conversione diretta in oro dei saldi presso il Fondo acquisiti in cambio dell'iniziale trasferimento al Fondo delle disponibilità in valuta estera ora detenute da paesi membri; oppure, alternativamente:

2) analoga conversione in oro da parte dei paesi — diversi da Stati Uniti e Regno Unito — i cui successivi surplus globali fossero regolati con trasferimenti di saldi presso il Fondo dai conti dei paesi in deficit ai conti dei paesi in surplus.

Al primo di questi due pericoli si potrebbe ovviare per quanto riguarda i saldi in sterline, ma non i saldi in dollari, stabilendo che la conversione dei saldi in monete nazionali in saldi presso il Fondo non debba dar diritto ai rispettivi titolari di pretendere oro dal Fondo qualora le disponibilità così trasferite non avessero già dato il diritto ai titolari stessi di pretendere oro dal paese nella cui moneta i saldi erano detenuti. Ciò non comprometterebbe in alcun modo la convertibilità di questi saldi in ogni e qualsiasi moneta effettivamente necessaria ai loro titolari per regolamenti internazionali, nè la garanzia di cambio aureo o gli altri privilegi che assistono in generale i saldi presso il Fondo. La proposta salvaguardia comporterebbe che il diritto a pretendere oro dal Fondo dovrebbe sussistere solo per i saldi eccedenti il normale 20% di minimo obbligatorio *maggiorato* delle disponibilità acquisite inizialmente in cambio di saldi in monete nazionali non convertibili in oro. Questa seconda limitazione, d'altra parte, verrebbe eliminata gradualmente, via via che i debitori dei saldi in questione, principalmente il Regno Unito, rimborsassero al Fondo il loro corrispondente indebitamento.

L'unico residuo pericolo di un eccessivo impoverimento delle disponibilità d'oro del Fondo potrebbe quindi sorgere dalla conversione in oro di depositi presso il Fondo trasferiti a paesi in surplus (nei conti complessivi) diversi dal Regno Unito e dagli Stati Uniti. Bisogna tuttavia notare che solo l'80%, al massimo, di tali trasferimenti esporrebbe il Fondo a pagamenti in oro, poichè il 20% andrebbe ad aumentare i minimi di deposito obbligatorio dei paesi

beneficiari. In secondo luogo, l'opzione lasciata al Fondo di richiedere rimborsi rateali annui dai paesi debitori di tali saldi potrebbe, se necessario, essere esercitata, portando così al Fondo un miliardo di dollari all'anno di disponibilità auree addizionali (29).

In tal modo il pericolo di carenze di oro o di particolari valute nel Fondo apparirebbe molto remoto, specialmente perchè ci si può attendere che la maggior parte dei paesi manterrebbero presso il Fondo depositi largamente superiori ai minimi prescritti. Motivi di convenienza e incentivi di guadagno hanno finora spinto i paesi interessati — esclusi Stati Uniti e Regno Unito — a tenere in media più della metà, e non solamente il 20%, delle loro riserve lorde in valute estere anzichè in oro (30). Essi dovranno in ogni caso mantenere un certo volume di disponibilità liquide in forma diversa dall'oro per evitare continue vendite o acquisti di oro ogniqualvolta vogliano vendere o comprare valute estere sul mercato per stabilizzare i propri tassi di cambio. Tali disponibilità di circolante dovranno essere tenute o come depositi eccedenti presso il Fondo o direttamente nelle monete « chiave » attivamente trattate sui mercati valutari. Entrambe le alternative ridurrebbero notevolmente il pericolo di un eccessivo drenaggio di oro dal Fondo. Disponibilità di circolante pari, per esempio, al 5% soltanto delle importazioni annue assorbirebbero ben 5 miliardi di \$.

Nell'insieme, perciò, l'assorbimento e il consolidamento di tutte le riserve esistenti di valuta estera — con l'eventuale eccezione di moderate disponibilità di circolante — sotto forma di depositi presso il Fondo sembrano possibili anche sulla base del 20% di deposito minimo obbligatorio sin qui ipotizzato. Dovrebbero peraltro esser prese misure atte a proteggere la liquidità del Fondo sia da impreviste conversioni in oro di depositi eccedenti, sia, nel lungo periodo, dal crescente divario tra il probabile livello delle riserve auree mondiali e la desiderabile espansione delle riserve monetarie globali. Per affrontare questi due problemi si potrebbero seguire, sia alternativa-

(29) Secondo la formula delineata a pp. 328-329, questo diritto di opzione interesserebbe in norma il 5% del totale dei saldi (circa 15 miliardi di \$) trasferiti al Fondo, cioè 750 milioni di \$. Esso potrebbe però anche essere applicato, alternativamente, al 5% dell'eccedenza delle riserve lorde del paese debitore rispetto al rapporto medio riserve mondiali/importazioni mondiali. Ciò inizialmente aumenterebbe di circa 300 milioni di \$ gli impegni annui di rimborso degli Stati Uniti.

(30) V. il numero di marzo di questa Rivista, p. 41, Tab. X.

mente che in combinazione, tre metodi diversi. Il più semplice consisterebbe nell'emissione, da parte del Fondo, di certificati oro a medio termine, rimborsabili tanto in oro che con depositi eccedenti e fruttanti un interesse più alto di quello corrisposto sui depositi liquidi presso il Fondo. Certificati del genere dovrebbero essere particolarmente attraenti per i paesi ad alte riserve. Come seconda possibilità, si potrebbe autorizzare il Fondo ad elevare uniformemente il 20% di deposito minimo ad una quota più alta, per esempio al 25 o 30% delle riserve monetarie lorde di ciascun paese. Terza soluzione: lasciare invariato al 20% il deposito obbligatorio — o aumentarlo solo moderatamente — ma imporre obblighi di deposito più alti su quella parte delle riserve di ciascun paese membro che supera il rapporto medio riserve mondiali/importazioni mondiali.

Ogni aumento dell'aliquota di deposito obbligatorio inizialmente accettata dai paesi membri dovrebbe normalmente richiedere una votazione a maggioranza qualificata (due terzi, tre quarti, o perfino quattro quinti). Se tuttavia la maggioranza qualificata non potesse essere raggiunta in un momento in cui si manifesta un'effettiva scarsità di oro presso il Fondo, tale situazione di « scarsità di oro » dovrebbe essere dichiarata dal Fondo stesso e comportare l'automatizzata adozione della seconda o della terza delle tre soluzioni discusse sopra, nella misura necessaria a mantenere il Fondo in condizioni di soddisfare i suoi impegni di conversione in oro. Ciascun paese dovrebbe però in tal caso avere il diritto di rifiutare l'aumento del suo obbligo di deposito. Ciò equivarrebbe ad una dichiarazione di « scarsità » della moneta di quel particolare paese, nel senso previsto dall'articolo VII dell'odierno statuto del Fondo, e comporterebbe le conseguenze previste da quell'articolo (31). A differenza però di ciò che avviene con l'attuale procedura — politicamente inapplicabile — la dichiarazione qui prospettata sarebbe lasciata alla discrezione del paese interessato e non del Fondo. In realtà, come emerge chiaramente dalla nostra precedente discussione, una tale evenienza avrebbe scarsissime probabilità di verificarsi, almeno per parecchi anni a venire, e nel frattempo la fiducia nei depositi presso il Fondo dovrebbe essere diventata abbastanza solida da escludere una decisione del genere da parte di qualsiasi paese.

(31) V. anche più oltre, pp. 338-340.

#### D) Operazioni creditizie e di compensazione del Fondo.

Come si è detto (32), la principale salvaguardia contro un livello inflazionistico dell'attività creditizia del Fondo starebbe nelle limitazioni complessive stabilite per gli aumenti netti dei prestiti del Fondo durante ciascun periodo di dodici mesi.

I prestiti dovrebbero dividersi in due grandi categorie, simili sotto molti aspetti, alle categorie delle operazioni delle banche centrali nazionali:

- 1) anticipazioni e risconti, effettuati su iniziativa del paese mutuuario;
- 2) operazioni di mercato aperto, o investimenti, effettuati su iniziativa del Fondo stesso.

#### Anticipazioni, aperture di credito (« stand-by ») e scoperti.

Le procedure normali per le anticipazioni del Fondo non avrebbero ragione di differire sostanzialmente da quelle venute in uso gradualmente durante i suoi dodici anni di vita. Esse dovrebbero essere subordinate al pieno accordo tra il Fondo e il paese membro per quanto riguarda non solo la scadenza del prestito, ma anche le linee generali di politica economica e finanziaria seguite dal paese membro al fine di assicurare un equilibrio di lungo termine nelle sue transazioni internazionali senza fare eccessivo ricorso a controlli commerciali e valutari. Le recenti tecniche di apertura di credito (*stand-by*) potrebbero essere integrate da « accordi di scoperto », accordi da rinnovarsi ad intervalli frequenti, che garantirebbero a tutti i paesi membri in buona situazione un rapido ed automatico aiuto del Fondo in caso di bisogno, ma sempre per ammontari modesti e con scadenze a breve termine. Scopo principale di questi accordi di scoperto dovrebbe essere quello di dar tempo per un approfondito esame delle richieste di normali prestiti o accordi *stand-by* a medio termine; gli scoperti sarebbero garantiti dal deposito minimo obbligatorio del paese beneficiario.

La sola differenza sostanziale fra le nuove tecniche creditizie proposte e quelle ora esistenti è che le prime eliminerebbero una delle più imbarazzanti clausole dell'attuale Statuto del Fondo. L'arti-

(32) V. pp. 321-322.

colo V, sez. 3, sottosezione (a) stabilisce che « un membro ha diritto di comprare dal Fondo *moneta di un altro membro* in cambio di *sua propria moneta* alle seguenti condizioni: (i) il membro che desidera acquistare la *moneta* deve dimostrare che *ne* ha urgente bisogno per effettuare in *quella valuta* pagamenti coerenti con le prescrizioni dell'Accordo » (33).

Questa disposizione è invero bizzarra e solleva almeno due grossi problemi. In primo luogo è assai difficile, in una situazione di convertibilità, dire che *una qualsiasi particolare moneta* è necessaria ad un membro. Il regolamento della maggior parte delle transazioni internazionali avviene attraverso vendite e comperie private di valuta estera sul mercato e non comporta l'intervento diretto del paese membro o delle sue autorità monetarie. Il *bisogno* di valuta estera da parte di queste ultime sorge solo quando esse si sentono costrette ad intervenire sul mercato dei cambi per riacquistare eccessive disponibilità della loro valuta nazionale onde arrestarne il deprezzamento in termini di altre monete. Anche in tal caso, tuttavia, le autorità non hanno bisogno, allo scopo, di alcuna *particolare moneta*, anche se tenderanno probabilmente ad operare soprattutto attraverso le monete di più vasto mercato e a vendere di preferenza quelle che, in quel particolare momento, quotano prezzi più alti in relazione alla loro parità o al tasso ufficiale di acquisto per le valute estere.

In secondo luogo, si deve notare che l'Accordo istitutivo del Fondo permette ai membri di comprare monete estere in cambio *della loro moneta* — cioè in cambio di loro debiti —, ma non in cambio di altre monete estere da essi possedute od acquistate. Ciò significa, in effetti, che il Fondo non potrebbe mai, in realtà, adempiere pienamente ed in modo efficace uno dei principali compiti stabiliti dall'art. I, sez. (iv) dell'Accordo, quello cioè « di adoperarsi per stabilire un sistema multilaterale di pagamenti per le transazioni correnti tra i membri... ». Era questa un'importante lacuna nell'Accordo, che rese necessaria nel 1950 un'istituzione separata, l'Unione Europea dei Pagamenti, al fine di ripristinare un sistema multilaterale di pagamenti fra i paesi europei e le aree monetarie associate (34).

(33) I corsivi sono dell'Autore.

(34) La restaurazione della convertibilità per i non residenti, da parte della maggioranza dei più importanti paesi commerciali, fornisce, finché dura, un meccanismo alternativo

Ambedue questi inconvenienti sarebbero ovviati dalla riforma del Fondo proposta in questo studio. I regolamenti bilaterali fra banche centrali sarebbero eliminati attraverso l'uso del Fondo come stanza di compensazione per i regolamenti stessi. I saldi in moneta estera dovuti ad una banca centrale sarebbero accreditati nel suo conto presso il Fondo e addebitati nel conto del paese debitore. La moneta di qualsiasi altro membro potrebbe, per converso, essere acquistata da un membro attraverso corrispondenti addebitamenti nel suo conto e accreditamenti nel conto del paese di cui si compra la valuta. Infine qualsiasi prestito accordato dal Fondo ad un membro sarebbe accreditato nel deposito del membro presso il Fondo, e il membro potrebbe trarre sul deposito in qualsiasi moneta, senza dover « dimostrare » che ha bisogno di effettuare pagamenti in quella particolare moneta.

#### *Investimenti del Fondo.*

La seconda grande categoria di finanziamenti da parte del Fondo avverrebbe attraverso investimenti sui mercati finanziari dei paesi membri. Queste operazioni sarebbero decise in larga parte per iniziativa del Fondo stesso, ma sempre naturalmente d'intesa con le autorità monetarie dei paesi interessati. L'intesa sarebbe in ogni caso necessaria per estendere a questi investimenti le stesse garanzie di cambio e di convertibilità che proteggono i depositi presso il Fondo.

I primi investimenti del genere sarebbero imposti al Fondo dall'assorbimento delle esistenti riserve in valute nazionali ad esso trasferite dai membri in cambio di depositi presso il Fondo. Si tratterebbe in grande maggioranza di investimenti in dollari e sterline; essi sarebbero soggetti a speciali clausole, già sopra delineate, per evitare inutili squilibri ai mercati monetari e finanziari degli Stati Uniti e del Regno Unito. Le risorse derivanti dalla loro progressiva liquidazione, tuttavia, sarebbero normalmente reimpiegate in altri

per la multilateralizzazione dei pagamenti. Non elimina tuttavia il bisogno di scoraggiare, a mezzo della cooperazione e degli accordi internazionali, future ricadute nella inconvertibilità di qualche paese che venisse a trovarsi in difficoltà, nè il bisogno di aiutare altri paesi a fronteggiare le ripercussioni di decisioni del genere da parte di qualcuno dei più importanti partners commerciali. Questo è, infatti, uno dei principali obiettivi dell'Accordo Monetario Europeo che ha sostituito, alla fine dello scorso anno, l'Unione Europea dei Pagamenti. Un esame di questo vitale problema può trovarsi nel mio libro *Europe and the Money Muddle*, Yale University Press, 1957, particolarmente a pp. 113-116, 202, 223-229.

mercati, in cui il bisogno di capitali internazionali fosse maggiore di quanto non sia negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Una parte di questi investimenti potrebbe perfino essere indirizzata verso investimenti relativamente a lungo termine, aventi come scopo lo sviluppo economico, attraverso l'acquisto di obbligazioni della Banca Mondiale o di altri titoli similari.

Elemento assai importante nel determinare la struttura degli investimenti del Fondo sarebbe la necessità di mantenere la piena liquidità dei depositi dei paesi membri. Il Fondo peraltro si troverebbe in posizione particolarmente solida da questo lato, dato che l'ammontare totale dei depositi minimi obbligatori — all'inizio circa 11 miliardi di \$ — difficilmente potrebbe diminuire, ma al contrario dovrebbe normalmente aumentare di anno in anno col crescere delle riserve mondiali. Ogni ritiro di depositi da parte dei membri le cui riserve complessive sono in diminuzione sarebbe più che compensato dagli aumenti dei depositi obbligatori minimi dei membri le cui riserve sono in aumento (35). Il problema della liquidità del Fondo si limiterebbe in larga parte al mantenimento della convertibilità dei depositi eccedenti (i minimi obbligatori) in qualsiasi moneta necessaria per i pagamenti e, eventualmente, in oro se i depositanti lo richiedessero. Questo problema è stato già ampiamente discusso e non ha bisogno di ulteriori considerazioni.

#### *Altri suggerimenti.*

Alcuni altri interessanti suggerimenti riguardanti le tecniche creditizie del Fondo sono stati presentati recentemente dal Sig. Max-

(35) Deve tuttavia essere notato per inciso che esiste la possibilità teorica di una riduzione delle riserve monetarie complessive di tutti i paesi. Il solo caso storico è quello dei primi anni della grande depressione, quando le riserve mondiali diminuirono di circa 2 miliardi di \$, dal 1928 al 1932, quale risultato della liquidazione su larga scala, da parte delle banche centrali, delle loro disponibilità in valute estere. Le proposte di cui sopra hanno precisamente lo scopo di evitare che si ripeta un simile collasso del « gold exchange standard ». Le riserve complessive mondiali potrebbero anche diminuire attraverso la vendita su larga scala di riserve ufficiali a privati, così invertendo la tendenza degli ultimi 40 anni, a dir poco, di storia monetaria. L'art. 4 (f) dell'Accordo U.E.P. prevedeva che « ciascun paese contraente deve fare del suo meglio per assicurare che saldi anormali in monete di altri paesi contraenti non siano posseduti da banche ordinarie o da altri in maniera tale da essere esclusi dal calcolo degli avanzi o disavanzi bilaterali ». Clausole simili potrebbero essere introdotte nel nuovo Accordo per il Fondo così da impedire a paesi membri di eludere i loro impegni minimi di deposito obbligatorio a mezzo di eccessivi trasferimenti di riserve internazionali a banche private.

well Stamp (36), già Consigliere dei Governatori della Banca d'Inghilterra, vice-direttore esecutivo britannico presso il Fondo dal 1951 al 1953, e Direttore del Dipartimento europeo del Fondo dal 1953 al 1954. Il Sig. Stamp propugnerebbe anche l'utilizzo di parte dei crediti del Fondo Monetario Internazionale attraverso la Banca Mondiale, l'International Finance Corporation, e perfino attraverso enti privati. Egli propone inoltre di studiare ulteriormente la possibilità di impiegare garanzie collaterali — costituite da cambiali commerciali e del Tesoro, entrate fiscali, ecc. — per i prestiti del Fondo, e di fare un uso più attivo e più flessibile del tasso d'interesse come strumento di politica economica. Le altre parti dell'articolo del Sig. Stamp e i suggerimenti formulati da Sir Oliver Franks nella relazione annuale 1958 agli azionisti delle Lloyds Bank assomigliano molto alle proposte sviluppate nel presente studio e precedentemente delineate in *Europe and the Money Muddle*.

#### E) Ulteriori suggerimenti.

L'accettazione delle basilari riforme sopra proposte dovrebbe eliminare tutti i motivi attuali, basati su ragioni di bilancia dei pagamenti, per discriminazioni ammesse ai sensi del G.A.T.T. Ciò dovrebbe costituire un potente incentivo per l'appoggio americano alle riforme suddette dato che gli Stati Uniti sono da lungo tempo il principale obiettivo di tali discriminazioni da parte di altri paesi.

La graduale liberalizzazione delle rimanenti restrizioni commerciali, valutarie e tariffarie, potrebbe anche ricevere nuovo impulso dalle prospettate riforme, se queste si accompagnassero con continue negoziazioni, su scala mondiale, di impegni *reciproci* di liberalizzazione, simili a quelli promossi con successo dall'O.E.C.E. su scala regionale, in base all'Accordo U.E.P. Le disposizioni per l'assistenza creditizia da parte del Fondo ai paesi in difficoltà dovrebbero spronare l'accettazione e il mantenimento di impegni del genere da parte dei membri. Tuttavia l'esperienza O.E.C.E. suggerisce anche che i membri insisterebbero per conservare il diritto di invocare le clausole di salvaguardia ogni qualvolta una tale assistenza fosse insufficiente oppure inappropriata per far fronte ai loro deficit. Come nel-

(36) MAXWELL STAMP, *The Fund and the Future*, in « Lloyds Bank Review », ottobre 1958, pp. 1-20.

l'O.E.C.E., in tali casi, dovrebbe essere condotto un esame comune delle politiche generali seguite dai membri, dal quale esame dovrebbero emergere proposte per il risanamento e la stabilizzazione monetaria e per la restaurazione delle misure liberalizzatrici reciprocamente accettate da tutti i membri del Fondo. L'ideale sarebbe che il Fondo avesse il diritto di denegare, per esempio dopo un anno, l'ulteriore ricorso a clausole di salvaguardia qualora ritenesse che non fossero più giustificate. Una tale decisione potrebbe comportare automaticamente il diritto del paese in questione di permettere che il tasso di cambio della sua moneta fluttuasse fintantochè le sue riserve lorde rimanessero inferiori, poniamo, al 30% delle importazioni annue.

Infine, alcune riforme fondamentali del pesante meccanismo amministrativo del Fondo sono mature da tempo. Sforzi maggiori dovrebbero essere fatti per mantenere contatti efficienti a tutti i livelli fra il Fondo e le amministrazioni nazionali dei suoi membri. Riunioni periodiche di rappresentanti ad alto livello, cui è affidata normalmente la politica monetaria dei singoli paesi, dovrebbero determinare le grandi linee della politica del Fondo e i limiti entro i quali le decisioni potrebbero essere delegate ai rappresentanti permanenti o alla direzione stessa del Fondo. L'esperienza dell'O.E.C.E. e dell'U.E.P. dovrebbe essere di guida preziosa nel modellare siffatte riforme in termini più concreti.

Queste, ed altre questioni, non potrebbero essere proficuamente esaminate entro i limiti del presente studio (37). Le reali possibilità di accordo possono essere individuate solo attraverso il processo stesso di negoziazione internazionale. I risultati di tali negoziazioni certamente differirebbero, per molti versi, dalle proposte sopra delineate. È assai probabile che i compromessi che potrebbero essere concordati su scala mondiale non si adeguerebbero sostanzialmente agli ampi ed audaci obiettivi, e relative tecniche, qui suggeriti. Un tale obiettivo potrebbe essere invece raggiunto da un più piccolo gruppo di paesi più strettamente interdipendenti, acutamente consci di tale interdipendenza, e più disposti a fidarsi delle reciproche politiche e dei reciproci impegni. Considererò perciò qui di seguito il modo in cui gli accordi raggiungibili su scala mondiale potrebbero essere appoggiati ed integrati da accordi regionali di natura simile, o più ambiziosa, particolarmente fra i paesi dell'O.E.C.E. e della C.E.E. Questa discussione, tuttavia, sarà molto più breve, dato che si tratta

(37) Cfr. *Europe and the Money Muddle*, pp. 109-138 e 294-301.

in larghissima misura di un mero adattamento ad un quadro geografico più limitato dei suggerimenti dianzi delineati, e dato che ho già illustrato altrove in maggior dettaglio l'aspetto che potrebbe assumere la futura cooperazione e integrazione monetaria europea (38).

#### V. Cooperazione monetaria regionale tra i paesi O.E.C.E.

Lo straordinario successo dell'Unione Europea dei Pagamenti nel facilitare il passaggio dei suoi membri dal bilateralismo alla convertibilità o quasi convertibilità è stato dimostrato dalle simultanee misure di convertibilità del dicembre scorso. Paradossalmente, proprio questo successo ha segnato la fine dell'U.E.P. stessa. Ma le trombe della convertibilità hanno improvvisamente evocato dal limbo dove era in attesa l'Accordo Monetario Europeo, negoziato tre anni e mezzo prima tra i diciassette paesi O.E.C.E.

#### *L'Accordo Monetario Europeo.*

L'A.M.E. costituisce un originale tentativo di conservare nell'era della convertibilità alcuni degli elementi di cooperazione monetaria regionale precedentemente contemplati dall'U.E.P., il cui meccanismo già da tempo necessitava di drastiche modifiche.

In primo luogo, e soprattutto, i conti bilaterali tra le banche centrali avevano ormai cessato di costituire un valido ed automatico criterio di determinazione delle necessità o possibilità finanziarie dei vari paesi. Il sistema U.E.P. dei così detti crediti automatici fu perciò abbandonato e sostituito da disposizioni per la concessione di crediti discrezionali, finanziati da un Fondo Europeo di 600 milioni di \$.

La seconda e più complicata parte dell'Accordo Monetario Europeo consiste nella completa revisione del sistema di regolamenti

(38) V. particolarmente:

a) *Système et Politique Monétaires de l'Europe Fédérée*, in « Economia Internazionale », Vol. VI, n. 1, Genova, 1953;

b) *The Future of the European Payments System*, Wicksell Lectures, Stoccolma, maggio 1958;

c) *La Monnaie et le Marché Commun - Politiques Nationales et Intégration Régionale*, in « Cahiers de l'Institut de Science Economique Appliquée », n. 74, Parigi, dicembre 1958.

multilaterali stabilito a suo tempo dall'U.E.P. Il sistema U.E.P. contemplava la completa ed automatica compensazione — alla fine di ogni mese — di tutti i debiti e crediti accumulati da ciascun membro nei confronti di tutti gli altri membri e la loro fusione in un solo debito o credito netto nei confronti dell'U.E.P. stessa; i saldi netti venivano regolati in parte per mezzo di accreditamenti o addebitamenti nei conti presso l'U.E.P. e in parte con trasferimenti di oro e dollari. Nei primi tempi dell'U.E.P., i saldi notificati all'Agente dalle banche centrali alla fine di ogni mese erano quelli da esse accumulati durante il mese in virtù degli accordi di pagamento bilaterali che escludevano ogni transazione privata sui mercati valutari. Negli anni successivi, tuttavia, si realizzò una progressiva riapertura di mercati valutari liberi e, in molti casi, gli accordi bilaterali furono sostituiti da accordi di arbitraggio multilaterale. Nel 1958 la maggior parte dei saldi comunicati mensilmente all'Agente traeva ormai origine da interventi di stabilizzazione delle banche centrali sui mercati valutari piuttosto che da transazioni contabili dirette tra di esse. L'Accordo Monetario Europeo ha riconosciuto esplicitamente questa evoluzione, pur lasciando la possibilità di accordi bilaterali con i pochi paesi le cui monete rimangono tecnicamente inconvertibili.

La modifica sostanziale introdotta dall'A.M.E. nel sistema U.E.P. dei regolamenti multilaterali consiste nel fatto che le banche centrali non sono più obbligate a presentare per la compensazione mensile tutti i saldi acquisiti nel mese. Esse possono — a loro discrezione — portare detti saldi in compensazione o trattenerli come parte delle loro riserve valutarie. Una modifica del genere era conseguenza pressochè inevitabile della restaurazione della convertibilità in Europa. Sarebbe stato assai difficile permettere alle banche centrali europee di continuare a tenere dollari U.S.A. convertibili o altre monete di paesi non membri, e nel contempo vietar loro di tenere disponibilità in sterline o marchi tedeschi convertibili come parte delle riserve monetarie. E tuttavia questo ritorno ad un sistema a cambio aureo a più valute reca con sé pericoli molto seri per la futura convertibilità monetaria e per la liberalizzazione dei traffici. Ora, come dopo il 1920, le posizioni delle « monete chiave » attualmente usate come riserve valutarie da parte delle banche centrali potrebbero essere minacciate da improvvise fughe da una moneta verso un'altra o verso l'oro. Inoltre, alcuni paesi, se in difficoltà, potrebbero nuovamente essere tentati di ricorrere a lusinghe di concessioni o a mi-

nacce di restrizioni commerciali per spingere altri paesi ad accumulare la loro moneta o a spenderla esclusivamente all'interno della relativa area.

I maggiori contributi alla cooperazione monetaria europea conservati nell'A.M.E. sono le temperate disposizioni riguardanti i crediti a breve o a medio termine (39) per esigenze di bilancia dei pagamenti e, soprattutto, le disposizioni per una garanzia di cambio in termini di dollari U.S.A. per tutti i saldi in valuta estera accumulati dai paesi membri nelle monete di altri associati. Questo è in sostanza il principale significato pratico del meccanismo di regolamento multilaterale dell'U.E.P. che l'A.M.E. ha teoricamente salvato. Ogni paese deve notificare i cambi ufficiali di acquisto e vendita della propria valuta in termini di dollari U.S.A., validi sino a nuovo avviso, ai quali si impegna di regolare alla fine di ogni mese il saldo netto dei crediti o debiti bilaterali portati in compensazione dai paesi membri. Questi cambi possono essere modificati in qualsiasi momento dal paese interessato ma, in tal caso, i debiti e crediti in essere al momento della variazione saranno regolati in base al vecchio cambio. Questa è in pratica l'unica ragione che può indurre i paesi membri a servirsi del meccanismo di regolamenti dell'A.M.E., dato che in tutti gli altri casi i cambi ufficiali d'acquisto e vendita applicati dall'A.M.E. sono per esso meno favorevoli dei cambi ai quali le valute in questione possono essere comprate o vendute sul mercato (40).

#### *Proposte per una Cassa di compensazione o Fondo di riserva europei.*

L'Accordo Monetario Europeo deve essere soprattutto considerato un preziosissimo — anche se zoppicante — compromesso tra

(39) In aggiunta ai prestiti del Fondo Europeo già ricordato, i paesi membri si impegnano ad accordarsi reciprocamente, sotto il nome di « finanziamenti interinali », limitate facilitazioni di scoperto, estinguibili entro il mese.

(40) Di fatto nel primo mese di attività dell'A.M.E. (gennaio 1959), nessun saldo è stato presentato per la compensazione tranne che dai quattro paesi che operano ancora in base ad accordi di pagamento bilaterali. I pagamenti netti hanno totalizzato solo 2 milioni di \$ circa, contro i 300 milioni avuti nell'ultimo mese di attività dell'U.E.P. La sintesi dell'Accordo Monetario Europeo offerta nel testo è molto condensata e semplificata. Per maggiori dettagli si veda il testo ufficiale e il memorandum accompagnatorio del Segretario Generale dell'O.E.C.E. — pubblicato dall'O.E.C.E. nell'agosto 1955 — e le mie osservazioni in *Europe and the Money Muddle*, pp. 220-233 e 280-284.

i contrastanti punti di vista circa la futura organizzazione monetaria dell'Europa. Molti difetti, tuttavia, riflettono le divergenze precedenti, più che quelle attuali, tra Regno Unito e alcuni suoi associati continentali. Nel 1955 la Gran Bretagna si stava cullando nell'idea di istituire un cambio flessibile della sterlina o, quanto meno, di allargare in maniera considerevole i margini tra i cambi d'acquisto e quelli di vendita, incontrando su questo e su altri punti l'opposizione principalmente della Svizzera. Ora invece le autorità monetarie del Regno Unito sembrano soddisfatte degli attuali ristretti limiti di oscillazione e della stabilità dei cambi, e la Svizzera è diventata la principale alleata della Gran Bretagna nella controversia con i paesi della C.E.E. per la costituzione di una Zona di Libero Scambio in Europa.

In considerazione di questi radicali cambiamenti delle politiche dei paesi membri, l'Accordo Monetario Europeo del 1955 difficilmente avrebbe potuto divenire operante nel dicembre 1958 senza sostanziali modifiche, se non fosse stato per il verificarsi di una serie di eventi imprevisi che lasciarono poco tempo e poche speranze di un utile ritorno alle negoziazioni.

Una fondamentale e da tempo necessaria revisione dell'accordo U.E.P. era stata rimandata più volte, in attesa della conclusione dei negoziati per la Zona di Libero Scambio. Allorchè questi furono sospesi nel dicembre 1958, il mantenimento dell'U.E.P. nella sua forma originaria apparve più anacronistico che mai, ma la sua liquidazione determinò automaticamente, in virtù dell'accordo del 1955, l'entrata in vigore dell'Accordo Monetario Europeo. L'azione finale fu precipitata dalla decisione della Francia di modificare e stabilizzare il suo sistema monetario e valutario, come misura preparatoria al primo atto della liberalizzazione tariffaria e doganale previsto dal trattato della Comunità Economica Europea per il 1° gennaio 1959.

Il pochissimo tempo disponibile e l'atmosfera di tensione causata dalla interruzione dei negoziati per la Zona di Libero Scambio impedirono ogni ulteriore negoziazione per una revisione dell'U.E.P. o dall'A.M.E., revisione che pure era stata dichiarata necessaria in tutte le discussioni del Comitato Maudling e che già era stata oggetto di rapporti preliminari al Comitato plenario da parte del Comitato di Direzione dell'U.E.P., incaricato di studiare il problema. È quasi certo che l'attuale sistema A.M.E. richiederà radicali modifiche, se

e quando i membri della C.E.E. e gli altri partecipanti all'O.E.C.E. troveranno il modo di appianare le loro divergenze ed accordarsi su qualche nuova forma di associazione economica tra i diciassette paesi O.E.C.E. I reciproci impegni che i paesi membri dovrebbero assumere nel campo commerciale sarebbero di portata più vasta di quelli derivanti dal Codice di Liberalizzazione dell'O.E.C.E., e dovrebbero quindi poggiare su impegni monetari e di pagamento di corrispondente efficacia.

L'essenza di una tale riforma dell'A.M.E. sarebbe molto simile a quella delle proposte di riforma del Fondo Monetario Internazionale avanzate più sopra. Qui però il progetto avrebbe obiettivi regionali più che mondiali, ed entro questi limiti probabilmente potrebbe essere discusso e perfezionato in maniera più rapida, facile e completa.

I paesi partecipanti dovrebbero insieme costituire una Cassa di compensazione che accentrasse tutti i pagamenti fra le rispettive banche centrali, pagamenti da effettuarsi attraverso l'addebitamento o l'accreditamento di conti intrattenuti da ciascuna banca centrale con la Cassa di compensazione.

Questi conti di compensazione verrebbero alimentati, anzitutto, dal trasferimento obbligatorio al conto di ciascun associato di ogni sua disponibilità nella valuta di altri membri, acquistata sul mercato dalla sua banca centrale o a questa accreditata da un'altra banca centrale. Detti conti potrebbero essere inoltre alimentati da trasferimenti di oro o valute convertibili di paesi terzi, o anche di altre valute stabilite dalla Cassa in base alle necessità correnti dei suoi membri. La prima di queste due disposizioni sarebbe intesa nello stesso tempo a semplificare i pagamenti tra gli associati e ad evitare ricadute in più o meno evidenti pratiche bilaterali fra di essi.

Naturalmente, i conti di compensazione dovrebbero essere pienamente convertibili e liberamente utilizzabili dai rispettivi detentori per pagamenti a paesi terzi oltre che agli associati. Essi, inoltre, dovrebbero godere di una garanzia di cambio in termini di un'unità di conto stabilita di comune accordo. Detta unità, come nel caso del F.M.I., potrebbe essere definita puramente e semplicemente in termini di oro. Un altro sistema meno rigido — e nell'insieme preferibile — potrebbe essere quello di dar vita ad una nuova unità monetaria simile all'unità di conto U.E.P., il che equivarrebbe pra-

ticamente ad una garanzia di cambio in termini della moneta europea che nel futuro rimanesse più stabile in rapporto all'oro (41).

Si potrebbe stabilire, almeno al principio, che i paesi membri dovessero mantenere sui loro conti presso la Cassa una giacenza minima, pari, ad esempio, al 10 o 20% del totale delle loro riserve di oro e valute. Nel caso di depositi obbligatori minimi pari al 10% delle riserve, le giacenze minime ammonterebbero — in base agli attuali livelli delle riserve — a circa 2 miliardi di \$. Le disponibilità così affidate alla Cassa non risentirebbero affatto di eventuali squilibri intereuropei, dato che ogni diminuzione delle riserve globali e quindi dei depositi obbligatori minimi di alcuni paesi verrebbe ad essere esattamente compensata da un corrispondente aumento delle riserve e dei depositi di altri associati. Le disponibilità della Cassa potrebbero diminuire soltanto nel caso di un deficit globale dell'area O.E.C.E. nei confronti del resto del mondo, ma anche allora solo del 10% di tale deficit. Per esempio, per ridurre alla metà le disponibilità iniziali della Cassa sarebbe necessario un deficit globale di 10 miliardi di \$. Una evoluzione del genere è però molto improbabile e, comunque, renderebbe necessarie contromisure comuni volte o ad armonizzare il ritmo dell'espansione monetaria e creditizia dell'Europa con quello delle altre aree, oppure a mantenere un appropriato ritmo di espansione a fronte delle ripercussioni di influenze deflazionistiche esterne, per mezzo di prestiti esteri o di un aumento delle restrizioni commerciali e valutarie nei confronti dei paesi non membri.

Allo scopo di mantenere la convertibilità mondiale dei conti degli associati, le disponibilità della Cassa dovrebbero essere costi-

(41) Tale clausola avrebbe lo stesso effetto della garanzia aurea, salvo il caso di una variazione *nello stesso senso* delle attuali parità auree di tutte le monete degli associati. L'applicazione di una clausola oro in questo caso si risolverebbe probabilmente in casuali, ingiustificati guadagni o perdite da parte dei debitori e creditori della Cassa. Si può notare che l'eliminazione dell'unità U.E.P. dall'A.M.E. e la sua sostituzione con una clausola oro per alcune transazioni e con una clausola dollaro per altre solleverebbe un serio ed insoluto problema nel caso improbabile di una variazione della politica o del prezzo dell'oro da parte degli U.S.A. Un intero articolo (art. 14), intitolato « Modifica della politica o del prezzo dell'oro da parte degli Stati Uniti », è dedicato a questo problema, ma il suo richiamo ad una urgente e completa revisione dell'Accordo in tale eventualità non è che una sottile maschera della totale mancanza di accordo sul come dovrebbe essere affrontata la situazione. L'inutile introduzione di queste complicazioni ed incertezze nell'Accordo è difficile da spiegare tranne che con la preoccupazione inglese che un maggior prestigio dell'unità U.E.P. rispetto alla sterlina potesse scalzare quest'ultima dalla sua posizione di « moneta chiave » nel commercio e nei pagamenti internazionali.

tuite anzitutto da oro e valute convertibili. Tuttavia, i fattori di stabilità di cui si è detto permetterebbero alla Cassa, proprio come ad una qualsiasi banca, di reinvestire a breve o a medio termine, entro o fuori l'area O.E.C.E., una ragionevole quota delle proprie attività, senza pericolo per la liquidità dei depositi dei singoli detentori.

La prassi creditizia della Cassa dovrebbe seguire lo schema generale già delineato per il F.M.I. Il criterio per la determinazione del totale complessivo di tali prestiti dovrebbe però essere differente e di natura molto meno automatica. L'ammontare globale dei crediti da accordare ai paesi membri dovrebbe essere calcolato alla luce delle esistenti pressioni deflazionistiche o inflazionistiche all'interno dell'area e dell'evoluzione della bilancia dei pagamenti e delle riserve del gruppo degli associati nel suo insieme nei confronti di tutti gli altri paesi. Naturalmente, ciò non garantirebbe una politica collettiva più avveduta di quella dei paesi terzi o di quella che ciascun paese membro seguirebbe altrimenti per conto suo. La politica del gruppo potrebbe essere più o meno inflazionistica o deflazionistica, più insensata o più avveduta di quella del resto del mondo; solo, la scelta delle vie da seguire sarebbe più vasta e più libera di quella offerta ai singoli membri, e dovrebbe essere fatta in maniera tale da conservare la libertà dei traffici all'interno dell'area e rafforzare nello stesso tempo le possibilità di seguire politiche liberali nei confronti del resto del mondo. Quest'ultimo risultato non potrebbe però essere garantito senza un adeguato coordinamento delle varie politiche economiche e senza la reciproca assistenza finanziaria tra il gruppo e gli altri principali paesi commerciali. In tal modo molte importanti funzioni resterebbero ancora affidate ad organizzazioni mondiali come il G.A.T.T. ed il F.M.I., anche se a questo livello i progressi sarebbero probabilmente più lenti e gradualmente che non sul piano regionale.

Come per il F.M.I., l'influenza e le possibilità d'azione della Cassa crescerebbero rapidamente via via che l'esperienza fugasse le iniziali diffidenze verso il sistema e l'inerzia di vecchie abitudini e tradizioni. In particolare si potrebbe prevedere che i depositi presso la Cassa finirebbero con il superare largamente i minimi stabiliti inizialmente, tanto da renderli forse persino superflui. Questi conti di deposito dovrebbero infatti risultare assai graditi alle banche centrali, per le eccezionali garanzie che comportano. Le garanzie di cambio e di convertibilità eliminerebbero i rischi di inconvertibilità

unilaterale e di svalutazione, sempre connessi agli investimenti correnti delle riserve monetarie in monete nazionali « chiave ». A lor volta, i rischi di insolvenza verrebbero ad essere praticamente soppressi dal comune obbligo dei paesi membri d'appoggiare alla Cassa qualsiasi pagamento reciproco. L'esposizione del debitore insolvente sarebbe così automaticamente ammortizzata dai trasferimenti sul suo conto effettuati da qualsiasi altro associato; e ciò non dipenderebbe dalla buona fede del debitore stesso, ma dagli impegni sottoscritti da tutti gli altri membri della Cassa.

Infine, la Cassa potrebbe attrarre analoghi depositi persino da banche centrali di paesi non membri che abbiano larghi rapporti di pagamento con l'area U.E.P. Quasi il 40% delle importazioni dei paesi estranei all'U.E.P. proviene da tale area; la percentuale sale ad oltre il 50% per i paesi al di fuori dell'area del dollaro. La Cassa di clearing europea, fondata su una stretta alleanza tra la sterlina e le altre valute europee, tenderebbe ad evolversi gradualmente in un potente centro monetario capace di assumere un ruolo internazionale paragonabile a quello di Londra prima del 1914, ruolo che Londra è ora troppo debole per sostenere da sola. Sarebbe anche da attendersi che i paesi non membri trasferissero gradualmente parte delle disponibilità valutarie, che formano le loro attuali riserve, in conti presso la Cassa. E nei limiti in cui tali disponibilità sono rappresentate da monete di paesi non membri — praticamente da dollari U.S.A. — ciò rafforzerebbe le riserve lorde del sistema e si risolverebbe in un ulteriore aumento della sua capacità creditizia. Nella misura invece in cui dette disponibilità sono rappresentate da valute degli associati — cioè praticamente da sterline —, tale sviluppo gioverebbe ad addolcire le pressioni che le fluttuazioni nel loro ammontare globale esercitano sul paese che ne è debitore, ossia, in sostanza, sul Regno Unito. La maggior parte di tali fluttuazioni sarebbe infatti connessa principalmente col regolamento degli sbilanci tra i detentori delle disponibilità in parola e la stessa area europea e non determinerebbe alcuna diminuzione delle riserve d'oro e dollari della Cassa, nè alcuna variazione delle altre sue attività, ma solo una redistribuzione dei suoi debiti e crediti netti nei confronti del Regno Unito da un lato e degli altri paesi membri dall'altro.

Continui movimenti del genere nella stessa direzione ovviamente renderebbero necessari alla fine pagamenti in contanti tra i paesi membri interessati; ma tali movimenti potrebbero in gran parte essere adeguatamente attutiti dalla Cassa, in modo da evitare o alleg-

gerire le pressioni che essi altrimenti eserciterebbero sulle politiche di detti paesi.

Una Cassa di compensazione europea potrebbe quindi contribuire in maniera sostanziale alla difesa della liquidità internazionale ed alla riduzione dei pericoli connessi all'uso di monete nazionali come riserve monetarie internazionali. Essa non potrebbe tuttavia risolvere i problemi di portata mondiale in maniera così efficace e completa come sarebbe in grado di fare un Fondo Monetario Internazionale riveduto e corretto. Le proposte che ho ora avanzato non debbono perciò essere considerate come una alternativa alle riforme del F.M.I. prospettate nella Parte IV. D'altro canto non ci si deve nemmeno aspettare che la progettata revisione del Fondo sostituisca completamente e renda superfluo un Clearing europeo. Anzitutto l'organizzazione ed il perfezionamento di un sistema F.M.I. pienamente soddisfacente richiederebbe probabilmente molti anni di negoziati ed esperimenti. In secondo luogo, la gestione di un sistema di compensazione mondiale e particolarmente l'investimento delle sue larghe disponibilità incontrerebbero enormi ostacoli politici ed amministrativi meglio superabili attraverso qualche decentramento delle funzioni deliberanti. Infine la stretta interdipendenza economica e politica dei paesi europei (42) e la loro esperienza di cooperazione renderebbero probabilmente possibili forme regionali di liberalizzazione dei traffici, di impegni di finanziamento e di coordinamento delle rispettive politiche economiche in misura molto più estesa di quanto si potrebbe aspettare da negoziati a livello mondiale.

Oggi però la possibilità pratica di realizzare un accordo di clearing europeo è intimamente legata alla ripresa dei negoziati O.E.C.E. per la Zona di Libero Scambio o per l'Associazione Economica. Sotto questo riguardo, i persistenti contrasti tra i vari punti di vista rendono il risultato finale molto dubbio. L'opposizione protezionista francese che tanto contribuì alla caduta dei negoziati potrebbe gradualmente attenuarsi se i notevoli successi sin qui conseguiti dalle misure di risanamento valutario e monetario adottate dalla Francia nel dicembre scorso fossero nel futuro confermati e consolidati. D'altro lato, il risorgere del nazionalismo francese oggi e forse di quello tedesco domani potrebbe indebolire l'unità di obiettivi dei sei paesi

(42) Circa i tre quarti delle esportazioni totali dei paesi O.E.C.E. sono destinati ad altri paesi O.E.C.E. ed alle loro aree monetarie oltremare.

della C.E.E. e rimuovere altri motivi di opposizione ad una più vasta ma meno stretta associazione economica europea. Influente circoli d'oltremare si sono già dichiarati in favore di una completa adesione del Regno Unito alla C.E.E. nella sua forma attuale.

Nessuna di queste tendenze è tuttavia così pronunciata da permettere facili previsioni circa gli sviluppi futuri. La Comunità Economica Europea esiste non solo per le misure e le istituzioni previste dal Trattato di Roma, ma anche per la miriade di decisioni di aziende e di singoli individui — dentro e fuori della Comunità — di adeguare la propria attività ed i propri piani d'investimento ai nuovi orizzonti aperti dalla C.E.E. Agli ideali politici si aggiungerebbero quindi crescenti interessi costituiti per opporsi a qualsiasi rallentamento dei progressi dei « Sei » verso l'integrazione economica e l'unità federale.

La soluzione più realistica per simili dilemmi sembrerebbe quella di puntare simultaneamente verso i due ordini di obiettivi. Si dovrebbe cioè sfruttare al massimo qualsiasi possibilità di cooperazione e liberalizzazione raggiungibile in concreto dai diciassette paesi O.E.C.E., senza però permetterle di divenire un freno per una più stretta collaborazione economica europea perseguibile nell'ambito della C.E.E. Il graduale adattamento delle nostre istituzioni economiche alle situazioni emergenti dalla interdipendenza economica internazionale potrà essere realizzato più facilmente ed efficacemente se riconosciamo il ruolo complementare, più che concorrenziale, che a tal fine può essere assegnato a raggruppamenti regionali. I sei paesi della Comunità hanno mostrato di essere pronti ad una integrazione ben più stretta e vincolante di quello che sarebbe accettabile da tutti i diciassette paesi dell'O.E.C.E.; così come questi ultimi potrebbero accettare impegni più ampi e vincolanti di quelli che sarebbero disposti ad assumere sul piano mondiale attraverso il G.A.T.T. o il F.M.I.

La discussione che segue sulla integrazione monetaria tra i sei paesi della C.E.E. è appunto basata su questo punto di vista. Per il momento non è possibile prevedere quale sarà l'esatta linea di demarcazione tra le istituzioni della Comunità e quelle della futura Associazione Economica Europea, linea che comunque dovrebbe mutare nel tempo, via via che il successo delle varie politiche di integrazione spingerà all'accettazione di impegni più vincolanti e di limitazioni di sovranità da parte tanto dei diciassette paesi dell'O.E.C.E. che dei sei paesi della Comunità.

## VI. Integrazione monetaria nella Comunità Economica Europea.

L'adozione delle prospettate riforme del F.M.I. e dell'A.M.E. porterebbe molto innanzi nel fornire alla Comunità Economica Europea una stabile impalcatura monetaria e nel facilitare l'adozione di politiche di liberalizzazione nei confronti del resto dell'Europa e del mondo. Tuttavia, per la determinazione delle future istituzioni e politiche monetarie della C.E.E., bisogna tener conto di numerosi elementi specifici della Comunità.

Anzitutto, gli impegni commerciali dei membri sono già stati negoziati e dettagliatamente specificati nel Trattato di Roma insieme a numerose altre disposizioni volte ad armonizzare le condizioni di concorrenza nell'interno della Comunità.

In secondo luogo, questi impegni sono molto più drastici e rigidi di quelli che potranno essere negoziati nel più ampio quadro del G.A.T.T. o del F.M.I. o persino dell'intero gruppo O.E.C.E. Impegni in campo monetario e fiscale corrispondentemente più rigidi saranno anche necessari per assicurare un coordinamento delle politiche interne dei paesi membri sufficiente a preservare l'equilibrio di lungo periodo delle bilance dei pagamenti degli associati, senza ricorrere alle restrizioni commerciali e valutarie proibite dal Trattato di Roma.

In terzo luogo, se il successo delle misure di integrazione economica già accettate incoraggerà ulteriori progressi verso una maggiore integrazione politica ed economica tra i « Sei », si renderanno probabilmente necessari — nel lungo periodo — ulteriori sviluppi delle istituzioni monetarie della Comunità. Lo schema istituzionale da adottare per i primi stadi della vita della C.E.E. deve essere abbastanza flessibile per facilitare, anziché ostacolare, una evoluzione del genere. D'altro canto i compiti affidati alle autorità della C.E.E. dal Trattato di Roma sono così vasti e impegnativi da richiedere per gli anni immediatamente a venire tutta la loro attenzione e tutte le loro energie. Il buonsenso e la prudenza più elementari dovrebbero metterle in guardia contro il prematuro dibattito di questioni controverse e disgregatrici relative a speranze ipotetiche e a piani a lunghissima scadenza sui quali, per ora, non ci sono sufficienti basi per un accordo tra i paesi partecipanti.

Le proposte che seguono debbono perciò essere valutate con elasticità. Alcune di esse possono risultare immediatamente interessanti e realizzabili, altre possono formare oggetto di negoziati e di

perfezionamenti solo se un prolungato periodo di esperienze positive, con tecniche e finalità meno ambiziose, indurrà i « Sei » a spingersi ancora di più verso la graduale fusione dei loro poteri politici ed amministrativi e delle loro responsabilità in fatto di politica monetaria.

### *L'integrazione monetaria attraverso la regolamentazione del mercato.*

I fautori e gli avversari dell'integrazione economica sono in genere d'accordo su di un punto: l'effettiva integrazione presuppone da parte dei paesi membri l'accettazione di sostanziali limitazioni alla sovranità nazionale. Si tratta di un'affermazione incontrovertibile che, però, dà anche origine ad una interpretazione fondamentalmente errata delle effettive alternative che si offrono alle autorità dei vari paesi. La sovranità nazionale è sempre soggetta a limitazioni connesse ad imperativi economici, indipendenti da ogni accordo di integrazione o impegno internazionale. Uno di questi imperativi, particolarmente interessante per le questioni qui discusse, è l'inevitabilità di un pareggio globale nelle transazioni con l'estero di ciascun paese. Disavanzi per partite correnti debbono necessariamente essere compensati con importazioni di capitali, e avanzi per partite correnti con esportazioni di capitali, e ciò indipendentemente dalle politiche interne in atto.

Le autorità nazionali di un paese in deficit non possono perciò sottrarsi alle seguenti alternative. Anzitutto esse possono riuscire a finanziare il deficit riducendo le « attività » internazionali che il paese ha accumulato in precedenza, ma solo nei limiti in cui tali « attività » esistono e, nel caso di averi di privati, solo per quanto la loro liquidazione può essere effettivamente controllata o influenzata dalle autorità stesse. Alternativamente, queste ultime possono coprire il deficit con l'importazione di capitali esteri, ma solo nei limiti risultanti dalla propensione dei finanziatori stranieri all'investimento e dalla accettabilità delle condizioni finanziarie e politiche da essi imposte.

L'ampiezza massima dei deficit per partite correnti è così necessariamente limitata dall'ampiezza massima dei possibili finanziamenti esteri e degli averi che possono essere liquidati. Oltre ciò, le autorità nazionali non hanno altra scelta che ridurre il deficit ai limiti dei finanziamenti disponibili. In assenza di impegni internazionali tre vie, tre sole, si aprono ad esse. La prima è quella di

modificare la loro politica monetaria interna — nel più lato significato — in modo da dimensionare la domanda complessiva di merci e servizi del paese alla sua capacità produttiva *più* il surplus di importazioni il cui finanziamento può essere assicurato nei modi accennati. Ciò può non essere sufficiente a ristabilire l'equilibrio esterno ad un alto livello d'impiego e di attività economica, nel caso in cui il rapporto tra costi interni e costi esteri sia tale da frenare la domanda di esportazioni e stimolare un'eccessiva domanda di importazioni. In questo caso la correzione delle disparità fra i costi richiederebbe o la riduzione di elementi di costo interni (specialmente salari) o più probabilmente una riduzione dei tassi di cambio. Questo può però essere evitato, almeno momentaneamente, attraverso sussidi alle esportazioni, aumenti delle tariffe doganali o restrizioni quantitative commerciali e valutarie.

Gli accordi internazionali comportano di solito un qualche sacrificio dei poteri discrezionali in fatto di sussidi, tariffe o altre restrizioni, nonché eventualmente in fatto di modifiche dei tassi di cambio; ma d'altro canto garantiscono il paese contro i contraccolpi interni che gli deriverebbero dal ricorso a sistemi del genere da parte dei paesi con i quali esso commercia. Inoltre gli accordi possono anche accrescere l'ampiezza dei finanziamenti esteri disponibili, grazie a prestiti governativi e a forme d'assistenza reciproca, oppure semplicemente per effetto dello stimolo ad importazioni di capitali privati dato dalle garanzie contro svalutazioni e restrizioni valutarie. Le limitazioni di sovranità previste dagli accordi di integrazione possono perciò essere compensate, o più che compensate, dai mezzi che gli accordi stessi offrono per la difesa dei mercati di sbocco e per attrarre ulteriori capitali per il finanziamento di accidentali, o desiderabili, deficit delle partite correnti.

Questo è tanto più vero in quanto le modifiche della politica interna, che possono essere rese necessarie per l'adempimento degli impegni assunti di liberalizzazione commerciale e di stabilità dei cambi, sono in ogni caso economicamente desiderabili e persino alla lunga inevitabili. Le restrizioni commerciali e valutarie — ed anche le svalutazioni — rappresentano solo una temporanea scappatoia agli imperativi ai quali ciascun paese è soggetto, indipendentemente da impegni internazionali.

Restrizioni, è vero, possono essere usate per adeguare il livello delle importazioni al ricavo delle esportazioni; senonché persistenti politiche inflazionistiche ridurrebbero alla fine il provento delle

esportazioni a valori trascurabili a causa delle ripercussioni sui prezzi e sui costi di produzione interni. Per riportare le esportazioni ad un livello adeguato al finanziamento delle importazioni più essenziali diverrebbe ad un certo punto inevitabile la svalutazione. Ma, di nuovo, l'aumento dei prezzi interni e la svalutazione esterna causati dalla mancata correzione delle politiche interne inflazionistiche condurrebbero, alla fine, a un totale collasso monetario (43).

Una delle principali conseguenze degli impegni commerciali e valutarie esplicitamente enunciati nel Trattato di Roma dovrebbe quindi essere quella di accelerare le inevitabili ripercussioni che le regole di mercato finirebbero per avere sulle politiche dei paesi debitori. La graduale eliminazione delle restrizioni tariffarie, commerciali e valutarie tra i paesi membri e l'adozione di una politica commerciale comune ed uniforme nei confronti dei non membri renderà impossibile ad un paese deficitario di ricorrere alle restrizioni come mezzo per equilibrare le sue transazioni con l'estero (44). Le rettifiche dei tassi di cambio non sono completamente proibite e potrebbero perfino essere raccomandate a volte dalla Commissione della C.E.E. nel caso di un paese che dovesse superare profondi squilibri della bilancia dei pagamenti e della sua posizione concorrenziale. Tuttavia un reiterato ricorso alla svalutazione come rimedio alle conseguenze di una persistente politica inflazionistica sarebbe in aperto contrasto con gli obiettivi del Trattato e condurrebbe a frequenti, anche se temporanee, distorsioni delle condizioni concorrenziali, distorsioni inaccettabili per i paesi più legati da rapporti di intercambio a quello considerato. Ciascuno stato membro è tenuto a « considerare la sua politica in materia di tassi di cambio come problema di interesse comune » (art. 107) e « ad attuare la politica economica necessaria a garantire l'equilibrio della sua bilancia globale dei pagamenti e a mantenere la fiducia nella propria moneta,

(43) Non resisto alla tentazione di riportare qui un brano di una commedia di Jacques DEVAL « Qui croit fuir son destin est seulement attaché à une corde plus longue... Mais au bout de la corde, ... nous faisons tous librement ce qu'il était fatal que nous fassions ». I paesi spesso finiscono per adottare « liberamente » proprio quelle politiche che sarebbero state « imposte » loro dagli accordi internazionali.

(44) Malgrado che clausole di salvaguardia permettano in certi casi il ricorso unilaterale a misure d'emergenza, l'Esecutivo della Comunità può imporre, in base al voto di una maggioranza qualificata, la modificazione, la sospensione o l'eliminazione di tali misure, senza il consenso del paese interessato.

pur avendo cura di garantire un alto livello di occupazione e la stabilità del livello dei prezzi » (art. 104).

Il risultato finale di queste disposizioni dovrebbe perciò essere quello di accelerare e rafforzare l'influenza delle tradizionali forze di mercato sulla politica interna dei paesi deficitari. I paesi creditori non sono invece soggetti a simili pressioni del mercato e limitazioni finanziarie. Essi sono sempre liberi di compensare gli effetti espansionistici interni dei loro surplus con politiche di « neutralizzazione » o di « sterilizzazione ». Ciò facendo, e rifiutandosi al contempo di finanziare detti surplus con esportazioni di capitali, essi possono scaricare sui paesi deficitari l'intero onere degli assestamenti interni necessari a ristabilire l'equilibrio dei pagamenti internazionali. Questa « tendenza deflazionistica », tipica del « gold standard », è stata spesso esagerata dagli economisti keynesiani e, in sostanza, sembra oggi più che compensata dalla « pressione inflazionistica » esercitata dagli interessi organizzati sulle politiche monetarie e fiscali di parecchi paesi.

Resta comunque il fatto che se il coordinamento delle politiche interne dei paesi membri — *implicitamente* richiesto per l'osservanza delle clausole *esplicite* del Trattato circa le restrizioni e i tassi di cambio — fosse demandato interamente ai meccanismi del mercato, questi potrebbero solo costringere i paesi a più alta inflazione o a più bassa deflazione a scendere al livello dei paesi a minor inflazione o a maggior deflazione. L'andamento generale dello sviluppo della Comunità sarebbe in tal modo regolato dai paesi a più lenta espansione. È appunto per questo che gli impegni di completa liberalizzazione contemplati dal Trattato di Roma non avrebbero potuto essere né accettati né discussi senza disposizioni complementari per l'assistenza reciproca e per il coordinamento delle politiche economiche.

#### *Cooperazione tra i governi e coordinamento delle politiche economiche.*

Secondo lo spirito del Trattato, l'accettazione ed il successivo adempimento degli impegni di liberalizzazione sono condizionati da paralleli e reciproci impegni per un coordinamento delle politiche nazionali idoneo a mantenere a lungo termine l'equilibrio della bilancia dei pagamenti dei paesi membri, in una situazione di elevata attività economica, di pieno impiego e di stabilità dei prezzi. Tale

spirito informa vari articoli del Trattato; si è lasciato agli organi istituzionali della Comunità di trarne — caso per caso — le conseguenze e decisioni pratiche.

Secondo l'articolo 105 gli stati membri debbono « istituire a tal fine una collaborazione tra i servizi competenti delle loro amministrazioni e tra le loro banche centrali... Per promuovere il coordinamento delle politiche degli stati membri nel campo monetario in tutta la misura necessaria al funzionamento del Mercato Comune, è istituito un Comitato monetario a carattere consultivo, con il compito di:

— seguire la situazione monetaria e finanziaria degli stati membri e della Comunità, nonché il regime generale dei pagamenti degli stati membri, e riferirne regolarmente al Consiglio ed alla Commissione;

— formulare pareri, sia a richiesta del Consiglio o della Commissione, sia di propria iniziativa per sottometerli alle dette istituzioni ».

L'autorità e l'efficienza del Comitato monetario saranno probabilmente molto rafforzate dai suoi stessi componenti, da scegliere tra alti funzionari dei dicasteri finanziari e delle banche centrali dei paesi membri.

L'articolo 108 stabilisce la procedura da seguirsi in caso di effettive o temute difficoltà nella bilancia dei pagamenti di uno stato membro che potrebbero pregiudicare il funzionamento del Trattato. In questi casi la Commissione deve subito prendere in esame la situazione dello stato interessato e le misure da esso poste in atto; e « dovrà indicare le misure di cui essa raccomanda l'adozione. Se l'azione intrapresa da uno stato membro e le misure consigliate dalla Commissione non si dimostrano sufficienti ad appianare le difficoltà incontrate, la Commissione raccomanderà al Consiglio, dopo aver consultato il Comitato monetario, la concessione di assistenza speciale e i metodi del caso... Deliberando a maggioranza qualificata, il Consiglio accorderà l'assistenza reciproca, ed emanerà direttive o deliberazioni stabilenti le condizioni e modalità esecutive... ».

Se tutte queste misure si dimostrano insufficienti « la Commissione autorizzerà lo stato che si trova in difficoltà ad adottare misure di salvaguardia, definendone le condizioni e le modalità ». L'articolo 109 autorizza gli stati membri persino a prendere « provvisoriamente » tali misure qualora dovesse insorgere una crisi subitanea

e non fossero possibili immediate decisioni di assistenza reciproca (45). In entrambi i casi però il Consiglio può deliberare, a maggioranza qualificata, di obbligare lo stato membro a « correggere, sospendere o abolire le misure di salvaguardia di cui si è detto ».

È lecito attendersi che detti incontri e consultazioni finiscano per esercitare una crescente influenza sul necessario coordinamento delle politiche interne dei paesi membri. I pareri e le raccomandazioni che ne possono risultare non sono però vincolanti. Divergenze nelle politiche nazionali possono perciò persistere sino al punto in cui le stesse forze del mercato costringano i paesi deficitari a modificare i loro indirizzi, una volta che l'esaurirsi o quasi delle loro riserve monetarie renda impossibile l'ulteriore finanziamento dei loro disavanzi. I crediti di assistenza reciproca possono ritardare questa resa dei conti, ma tali crediti possono essere concessi solo *da altri stati membri e con la loro approvazione*. Si potrebbe perciò dare il caso dell'unanime riconoscimento dell'opportunità e dell'urgenza di crediti di assistenza reciproca la cui erogazione, però, potrebbe essere ritardata o persino bloccata dal disaccordo circa le fonti di finanziamento più adatte. Ciò potrebbe dar adito al ricorso alle clausole di salvaguardia, altrimenti inutili, del Trattato, con grave danno per tutti.

Basterebbe questo a rendere desiderabile un più efficace piano anticipato di mutua assistenza finanziaria. Ciò gioverebbe anche a dare maggior peso alle raccomandazioni della Comunità per l'armonizzazione delle varie politiche economiche e faciliterebbe il graduale affermarsi di criteri di massima, accettati in anticipo, per la delimitazione delle rispettive sfere nazionali di azione indipendente e degli obblighi minimi di coordinamento nel vasto quadro della politica monetaria e finanziaria. Un coordinamento *ex ante* sarebbe ovviamente di gran lunga preferibile ad un mero coordinamento *ex post*, realizzato solo dopo il verificarsi di considerevoli danni e sotto la pressione di gravi crisi delle bilance dei pagamenti degli associati.

Le proposte che seguono riguardano appunto i suddetti due problemi. Ancora una volta, però, esse sollevano delicate questioni sulle quali un accordo generale non potrebbe essere raggiunto senza lunghi studi e riflessioni. Fortunatamente la forte posizione in fatto

(45) Tale iniziativa di uno stato membro non può tuttavia essere più presa dopo la fine del periodo transitorio, per quanto concerne i suoi scambi con i paesi terzi.

di riserve e di bilancia dei pagamenti che caratterizza ora la situazione di tutti i membri della Comunità dà ad essi molto tempo per un esame del genere (46). È comunque indubbio che nel futuro si dovranno concludere ulteriori accordi per adattare le istituzioni monetarie della Comunità ed il suo meccanismo di pagamenti internazionali alla vasta portata degli impegni di politica commerciale già accettati.

#### *Un Fondo di Riserva della Comunità Europea.*

Il piano prima delineato per una Cassa di compensazione europea o Fondo di riserva sarebbe particolarmente adattabile alle necessità della Comunità Europea. Depositi minimi presso un Fondo di riserva potrebbero costituire la fonte di finanziamento più facile e razionale per forme di assistenza creditizia reciproca, senza esporre a nessun rischio le esigenze di liquidità dei paesi mutuanti.

Se i depositi minimi fossero calcolati unicamente su questa base, una quota del 10% delle riserve monetarie lorde significherebbe per la Comunità un fondo iniziale d'esercizio di quasi 1,2 miliardi di \$, che sarebbe adeguato a qualsiasi possibile necessità per un considerevole periodo di tempo. Sarebbe però opportuno, anche se non indispensabile, prevedere sin dal principio un graduale aumento di tale percentuale, e ciò per due motivi. Il primo è di agevolare i rapporti che in seguito potrebbero stabilirsi con un F.M.I. riformato o con la Cassa di compensazione europea descritta in precedenza. Come soluzione ideale, la Comunità dovrebbe partecipare ad una o all'altra o ad entrambe le istituzioni come singola unità anziché come gruppo frazionato di membri autonomi. Le necessità finanziarie dei membri della Comunità dovrebbero essere normalmente curate dalla Comunità stessa, senza comportare operazioni col F.M.I. nè con la Cassa di compensazione europea. Operazioni del genere potrebbero divenire necessarie solo se il Fondo di riserva della Comunità fosse a corto di valute dei paesi terzi o se questi ultimi scarseggiassero delle monete degli associati, e se si manifestasse opportuno attuare

(46) Secondo i dati delle « International Financial Statistics », le riserve monetarie dei « Sei » sono aumentate da \$ 3,8 miliardi nel 1950 a \$ 10,1 miliardi nel 1957 e \$ 12,6 miliardi nel 1958. Le disponibilità di oro e dollari sono aumentate di \$ 2 miliardi solo nel 1958 (da \$ 8,8 miliardi a \$ 10,8 miliardi). Nel loro insieme, i sei paesi hanno avuto — per ciascuno degli ultimi sei anni — surplus per partite correnti nei confronti del resto del mondo, oscillanti da \$ 600 milioni a oltre \$ 2 miliardi l'anno.

tali squilibri attraverso normali finanziamenti anziché, oppure in combinazione, con politiche di riequilibrio da parte dei paesi interessati.

Tale schema di organizzazione servirebbe a decentrare le complesse negoziazioni e a lasciare nelle mani della Comunità le leve necessarie a promuovere il desiderato coordinamento delle politiche monetarie, finanziarie ed economiche dei suoi membri. I depositi presso il modificato F.M.I., o presso la Cassa di compensazione europea dovrebbero essere perciò tenuti dallo stesso Fondo di riserva della Comunità anziché separatamente dai paesi partecipanti; in tal caso, però, il Fondo dovrebbe essere portato oltre il limite più sopra indicato, in modo da metterlo in condizione di mantenere i depositi obbligatori presso il F.M.I. o la Cassa europea di compensazione.

L'istituzione di un Fondo del genere non comporterebbe per se stessa nessuna nuova e spettacolare evoluzione verso un meccanismo supernazionale nel campo monetario. Il suo funzionamento potrebbe essere sostanzialmente analogo a quello, prima prospettato, di una più ampia Cassa di compensazione O.E.C.E., tranne per il fatto che il Trattato di Roma già prevede la concessione di assistenza reciproca in base a decisioni a maggioranza qualificata del Consiglio.

Sarebbe tuttavia desiderabile organizzare il Fondo in modo tale da facilitare successivi e gradualmente passaggi di poteri e responsabilità nel campo monetario dalle istituzioni nazionali a quelle della Comunità.

Per esempio, l'esperienza acquisita nei primi anni di attività del Comitato monetario in fatto di rapide diagnosi e correzioni di tendenze eccessivamente inflazionistiche o deflazionistiche nelle economie dei paesi membri potrebbe condurre alla definizione di criteri di massima, o « segnali di pericolo », validi a giustificare un più deciso intervento della Comunità per giungere più prontamente all'adozione delle necessarie misure correttive e per impedire *ex ante*, piuttosto che curare *ex post*, prevedibili crisi delle bilance dei pagamenti degli associati. È infatti dubbio che il Trattato possa, a lungo andare, resistere alla pressione di frequenti crisi di questo genere.

I criteri da adottare potrebbero essere basati, per esempio, sull'ampiezza e persistenza delle variazioni dell'occupazione, dell'attività economica, del credito bancario, del debito pubblico, della circolazione, dei prezzi, delle riserve monetarie, ecc. Inizialmente tali criteri potrebbero servire solo a promuovere, per iniziativa degli organi consultivi della Comunità, un esame particolare delle politiche

seguite e delle eventuali misure da prendere da parte sia del paese interessato, sia della Comunità, sia di entrambi. Con il tempo si potrebbe stabilire formalmente una più stretta integrazione mediante l'adozione di criteri analoghi per la delimitazione dell'ambito d'indipendenza delle decisioni nazionali. Per esempio, le varie banche centrali potrebbero concordare un limite massimo annuo presuntivo per lo sviluppo delle loro operazioni interne di finanziamento o di talune speciali categorie di operazioni più esposte ad abusi. Le operazioni eccedenti i massimi stabiliti dovrebbero specificatamente essere approvate dalla Commissione o dal Consiglio, su raccomandazione del Comitato monetario.

Le disposizioni sin qui discusse si riferiscono tutte a rettifiche « verso il basso » di politiche nazionali « inflazionistiche ». Bisognerebbe però tentare di provvedere analoghe salvaguardie anche contro politiche nazionali « deflazionistiche » che influenzassero sfavorevolmente la bilancia dei pagamenti di altri membri e ritardassero senza motivo il loro stesso ritmo di espansione. I depositi obbligatori minimi dei membri presso il Fondo di riserva potrebbero essere aumentati a carico di quella parte delle loro riserve valutarie che eccedesse un qualche prestabilito livello corrispondente a « normali » obblighi di riserva. I depositi in forte eccesso rispetto a tale livello potrebbero essere soggetti a conversione in obbligazioni a lungo o medio termine. Si potrebbero anche adottare per tali casi misure idonee di riduzione dei tassi di interesse o di sconto al fine di incoraggiare un'opportuna espansione del credito. Il simultaneo verificarsi di un abnorme aumento delle riserve e di avanzi di bilancio potrebbe perfino giustificare — in ultima analisi — direttive ai paesi interessati per riduzioni del carico fiscale, per aumenti delle spese, e così via.

Il controllo delle politiche nazionali « inflazionistiche » o « deflazionistiche » fa sorgere inevitabilmente il problema di definire quale sia l'appropriato livello di armonizzazione delle politiche economiche in base al quale quegli « indesiderabili » sviluppi possono essere definiti e misurati. Le possibili divergenze di punti di vista in materia tra i paesi membri dovrebbero necessariamente essere conciliate alla luce degli sviluppi della bilancia dei pagamenti della Comunità, considerata complessivamente, nei confronti del resto del mondo.

I forti surplus e l'aumento delle riserve che la Comunità ha registrato in questi ultimi anni dovrebbero rendere possibile la

ripresa di un ritmo relativamente rapido di espansione accoppiato a politiche commerciali liberali e con forti esportazioni di capitali verso i paesi sottosviluppati, in particolare dell'Europa ed aree monetarie associate.

Si dovrebbe però prevedere anche la situazione opposta. In futuro, come conseguenza di politiche restrittive di altri paesi o di una più rapida espansione finanziaria della Comunità rispetto al resto del mondo, potrebbero emergere deficit nella bilancia dei pagamenti con il resto del mondo. In tal caso, sarebbero necessarie decisioni collettive da parte degli associati, allo scopo di rafforzare la loro posizione contrattuale nelle negoziazioni internazionali volte sia a rovesciare le tendenze restrittive nei paesi terzi sia ad ottenere finanziamenti per assorbire disavanzi temporanei. Dette decisioni si renderebbero ancor più indispensabili se il fallimento delle negoziazioni imponesse alla Comunità la scelta tra un rallentamento del suo ritmo di espansione, o la modificazione delle parità delle monete degli associati, o un giro di vite alla tariffa comune e alle restrizioni commerciali e valutarie nei confronti dei non membri.

Saranno considerazioni di tal fatta a determinare, in definitiva, il ritmo medio d'espansione e le politiche monetarie della Comunità e ad influenzare la sua capacità e disposizione a concedere finanziamenti ai singoli associati in difficoltà. Considerazioni del genere, con ogni probabilità, imporranno anche, gradualmente, ai paesi membri congegni più efficaci — per l'adozione e la realizzazione delle politiche comuni — di quelli ora previsti o di quelli che si renderanno necessari o possibili nell'immediato avvenire. Un Fondo di riserva della Comunità Europea potrebbe costituire un potente strumento per il raggiungimento di quel più completo coordinamento delle varie politiche monetarie che sarà col tempo reclamato dalla formazione di un'unica area di commercio, libera da barriere interne, e dal perseguimento di una politica commerciale uniforme in fatto di rapporti esterni.

#### *Unificazione monetaria?*

Per il momento, un'eventuale fusione delle monete nazionali degli associati in un'unica moneta della Comunità può considerarsi solo molto ipotetica, e dovrebbe in ogni caso costituire l'ultimo stadio di un processo di integrazione monetaria. È da sottolineare che i vantaggi come le difficoltà sono qui di natura essenzialmente poli-

tica più che economica. Sotto il profilo economico, infatti, una fusione monetaria poco si discosterebbe da un sistema di liberi e stabili tassi di cambio tra le monete degli associati. La disciplina e le limitazioni imposte alle politiche nazionali sarebbero praticamente identiche in entrambi i casi. Semmai, l'unificazione monetaria richiederebbe una disciplina meno rigorosa, poichè stimolerebbe ancora più forti movimenti compensativi di capitali per il finanziamento di temporanei squilibri. La ragione di ciò dipende, a sua volta, dalla sola importante differenza esistente tra i due sistemi. Gli impegni nazionali ad assicurare la stabilità dei cambi possono sempre essere riveduti o revocati dalle autorità nazionali. Anche un accordo internazionale può essere modificato di comune assenso o violato da un contraente in difficoltà. Al contrario, una fusione monetaria sarebbe in pratica quasi irrevocabile ed irreversibile; e proprio questa irreversibilità costituisce un forte argomento contro una prematura fusione. Non sarebbe probabilmente saggio chiudere così definitivamente la porta alla possibilità di rettifiche dei tassi di cambio prima che siano assorbite le ripercussioni degli impegni di liberalizzazione del Trattato di Roma e prima che l'esperienza abbia dimostrato l'attuabilità ed il successo del coordinamento delle politiche interne monetarie e finanziarie in tutta l'area della Comunità.

Si è già discusso della maggior parte delle riforme istituzionali attraverso le quali tale coordinamento dovrebbe comunque essere gradualmente realizzato e consolidato, prescindendo dal passo finale dell'unificazione monetaria. Tale passo, purchè non prematuro, non presenterebbe difficoltà particolari. Tre ordini di misure potrebbero concorrere a facilitarlo.

Il primo consisterebbe nell'autorizzare ed incoraggiare l'uso entro l'area della Comunità dell'unità di conto europea (47) per tutte le transazioni relative a movimenti di capitali internazionali ed anche nazionali. Ciò contribuirebbe a ravvivare i mercati dei capitali, ancor oggi paralizzati o frenati dal timore dell'instabilità dei cambi.

Il secondo sarebbe l'adozione da parte di tutti i paesi membri di nuove unità monetarie base, identiche in valore all'unità di conto europea. In questo stadio, ciascuna moneta manterrebbe ancora la sua individualità e sarebbe ancora emessa e ritirata dalla propria

(47) V. pp. 344-345 e la nota 41.

banca centrale; tuttavia, essendo tutte e sei di valore equivalente, le monete potrebbero circolare alla pari per tutta l'area della Comunità ed essere accettate al di fuori del paese d'emissione. Le banconote estere presentate dagli operatori alla banca centrale del paese nel quale esse sono state ricevute in pagamento verrebbero ritirate dalla banca centrale emittente, con immediato regolamento attraverso i conti di clearing delle due banche interessate presso il Fondo di riserva della Comunità. Questa prerogativa di libera circolazione somiglierebbe molto a quella assicurata per un lungo periodo, avanti la prima guerra mondiale, dalla vecchia Unione Latina a monete d'argento il cui valore metallico si scostava notevolmente dal valore nominale (48). Qualsiasi successiva modifica di tassi di cambio priverebbe inevitabilmente la moneta rettificata del privilegio di libera circolazione. Ciò rappresenterebbe un'efficace remora contro simili modifiche e renderebbe la stabilità dei cambi un obiettivo ancor più importante per la politica economica dei sei paesi della Comunità.

La fase finale — il terzo atto — dell'unificazione monetaria non richiederebbe che il semplice trasferimento nominale di tutte le esistenti attività e passività delle banche centrali nazionali ad una autorità monetaria europea unificata. Se a questo punto tutte le condizioni istituzionali preliminari prima descritte fossero state già soddisfatte, l'ultimo passo non comporterebbe alcun radicale mutamento nella struttura delle banche centrali della Comunità. L'autorità monetaria europea potrebbe essere organizzata in maniera molto decentrata: le attuali banche centrali conserverebbero la loro individualità in vesti di agenti del sistema, proprio come le dodici banche della Riserva Federale degli Stati Uniti effettuano praticamente tutte le operazioni del Sistema della Riserva Federale. Ciascuna banca nazionale continuerebbe ad assolvere la propria funzione monetaria e creditizia nei limiti statutari concordati e sotto la generale supervisione dell'autorità monetaria europea. Le norme statutarie dovreb-

(48) Questo precedente storico sembrerebbe consigliare l'adozione di unità nazionali (e di un'unità europea) pari ad un quinto del presente contenuto aureo del dollaro U.S.A. Ciò ristabilirebbe il tradizionale rapporto tra la maggior parte delle monete continentali ed il dollaro, quale era stato mantenuto per tutto il diciannovesimo secolo sulla base del famoso franco «germinale». Se, come ora sembra probabile, le monete dei «Sei» verranno stabilizzate sulla base dei loro attuali cambi, la nuova unità proposta verrebbe ad essere praticamente alla pari col nuovo franco francese «pesante», nel rapporto di uno a dieci con il franco belga e lussemburghese, di uno a 125 con la lira italiana, di uno a 0,84 con il marco tedesco e di uno a 0,76 col fiorino olandese.

bero probabilmente includere la fissazione di *plafonds* di credito nazionali, superabili solo col permesso dell'autorità monetaria europea; di percentuali minime di riserve; e di altri accorgimenti normativi ispirati alle attuali legislazioni bancarie dei «Sei» e di altri paesi e dettati dall'esperienza fatta dal Fondo di riserva della Comunità e dal Comitato monetario.

Un'equa distribuzione degli oneri derivanti dal mantenimento di adeguati livelli di riserve d'oro e valute da parte della Comunità nel suo insieme richiederebbe probabilmente l'osservanza di un minimo di apposite norme da parte delle banche centrali. Da principio tale osservanza potrebbe essere resa possibile dalla negoziazione di iniziali prestiti fruttiferi di stabilizzazione, a medio o a lungo termine, a favore dei paesi a basse riserve da parte sia degli associati con alte riserve che di paesi terzi. In un secondo tempo la carenza di riserve potrebbe essere fronteggiata con speciali anticipazioni o investimenti del Fondo di riserva della Comunità o con la negoziazione sul mercato aperto da parte delle banche centrali di titoli scelti di comune accordo.

Il lettore noterà che molti aspetti sostanziali della riforma qui accennata sarebbero già stati posti in atto dal Comitato monetario o dal Fondo di riserva europeo, qualora fossero state preventivamente soddisfatte le condizioni istituzionali preliminari per l'unificazione monetaria. Ciò conferma l'opinione, espressa poco fa, che il reale significato dell'unificazione monetaria è politico molto più che economico. E al riguardo si pongono i seguenti fondamentali problemi:

1) l'accettazione di un passo così definitivo verso l'unificazione monetaria come meta politica, quasi a solenne conferma della volontà dei «Sei» di raggiungere una piena fusione delle loro sovranità nazionali in campo economico;

2) il formarsi di un sufficiente grado di fiducia nella realizzabilità di quella meta, fiducia basata su una lunga esperienza di coordinamento *de facto* delle politiche nazionali, il cui successo dovrebbe essere stato dimostrato dal pieno rispetto degli impegni di liberalizzazione da parte degli associati e dal mantenimento della stabilità dei cambi fra le rispettive monete;

3) la codificazione in regole e procedure amministrative concordate tra i membri — specie in fatto di monetizzazione dei crediti interni del sistema bancario — delle anonime prassi di mercato comportate dall'armonizzazione *de facto* delle varie politiche nazionali.

L'unificazione monetaria deve quindi essere vista come il coronamento delle politiche d'integrazione dei « Sei ». Essa deve guidare ed ispirare tali politiche, ma la sua prematura realizzazione comporterebbe enormi rischi di ripiegamenti e ricadute che potrebbero risultare fatali al suo consolidamento e successo finale.

## VII. Conclusioni sommarie.

1. - Le decisioni di convertibilità prese nello scorso dicembre dai paesi europei segnano un importante passo sul lungo cammino dal caos monetario degli ultimi decenni verso un nuovo ordine monetario internazionale. Per se stesse, tuttavia, esse ci riportano soltanto al disorganico e nazionalistico sistema a cambio aureo degli anni precedenti il 1930. L'irrazionalità di tale sistema e la sua estrema vulnerabilità ad opera di sfavorevoli sviluppi nei pochi paesi a « valuta-chiave » su cui esso si basava furono unanimamente denunciate da tutti gli economisti d'allora; e la saggezza di quegli ammonimenti fu rapidamente e catastroficamente dimostrata dal collasso del sistema a cambio aureo nel 1931.

In siffatto sistema riserve inadeguate di oro sono integrate da una crescente accumulazione di valute *nazionali* « chiave » come riserve *internazionali*. Tale accumulazione si concentra inevitabilmente sulle valute « più sicure » dei principali paesi creditori e si risolve in « non cercate » (*unrequited*) importazioni di capitali da parte di questi ultimi. In tal modo, proprio i paesi che dovrebbero prestare agli altri ricevono invece prestiti a breve termine. Questi movimenti di capitali, per se stessi, non alleviano la carenza di oro, ma semplicemente la mascherano come scarsità delle valute « chiave » in questione. E, al fine di contribuire alla necessaria espansione della liquidità mondiale, devono stimolare addizionali esportazioni compensative di capitale da parte dei paesi a valute « chiave », oppure una contrazione dei loro avanzi nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Sia l'una che l'altra di queste reazioni non possono però condurre che ad un progressivo e persistente deterioramento della « situazione netta di riserve » dei paesi « chiave » fino al punto in cui la loro valuta non appare più come il « più sicuro » mezzo per l'investimento delle riserve dei paesi terzi. La conseguente attenuazione, cessazione o inversione del movimento di accumulo di valute « chiave » come riserve internazionali riporta allora sulla scena il problema di fondo della scarsità di oro e impone insieme

difficili riaggiustamenti alla bilancia dei pagamenti dei paesi « chiave » del sistema. Questi si trovano aperte, come principali alternative, o una deflazione interna, o una svalutazione monetaria o restrizioni commerciali e valutarie — soluzioni che tendono a diffondersi dai paesi « chiave » al resto del mondo e possono essere ulteriormente aggravate da movimenti speculativi di capitali culminanti in un panico finanziario del tipo 1931, e/o in una ricaduta nel bilateralismo.

Il recente deterioramento della bilancia dei pagamenti statunitense, la persistente debolezza del dollaro sui mercati valutari, l'ingente perdita di oro del 1958 e il risveglio di forze protezionistiche nell'amministrazione e nel Congresso americani rientrano nel quadro della nostra analisi. Sono avvisaglie pericolose di possibili turbamenti che dovrebbero essere valutate con estrema serietà prima che una crisi ci sorprenda.

2. - La internazionalizzazione delle riserve di valute estere sotto l'egida del Fondo Monetario Internazionale è da noi propugnata come la soluzione più logica di questo preoccupante problema. Essa faciliterebbe l'adeguamento delle operazioni di prestito del Fondo alle legittime esigenze di liquidità di un'economia mondiale in espansione, e aiuterebbe a stabilizzare il sistema monetario internazionale e a rafforzarlo di fronte alle vicissitudini della gestione monetaria interna degli attuali paesi a valute « chiave ». Concrete misure sono proposte per salvaguardare un siffatto sistema a cambio aureo veramente *internazionale* dai pericoli inflazionistici che quindici anni or sono provocarono il rigetto delle proposte, in senso ampio simili, di John Maynard Keynes.

3. - Un sistema efficiente e vitale di convertibilità monetaria internazionale dipenderà anche, come dipendeva in passato, da un'ampia provvista di « capitale cuscinetto » per finanziare squilibri temporanei e dalla correlativa accettazione e applicazione di un programma di coordinamento delle politiche finanziarie nazionali idoneo ad assicurare un equilibrio di lungo periodo alla bilancia dei pagamenti globale di ciascun paese. L'internazionalizzazione delle riserve di valute estere contribuirebbe a provvedere i mezzi necessari allo scopo e a conferire al Fondo Monetario Internazionale lo strumento necessario per promuovere l'armonizzazione delle politiche nazionali.

4. - Il concetto di convertibilità non può essere definito agli effetti della politica economica se non come concetto relativo, le cui estreme implicazioni comporterebbero la rinuncia totale alla sovranità nazionale da parte dei singoli paesi su tutte le forme di restrizioni dei traffici e dei pagamenti e financo sui corsi dei cambi. Rinunce del genere sono oggi inconcepibili, in favore di un puro *laissez faire* alla 1800, che si disinteressi dei livelli nazionali di occupazione e di attività economica. La negoziazione e l'applicazione di impegni negativi di convertibilità sono inseparabili dalla parallela negoziazione e applicazione di positivi impegni di integrazione tra i paesi contraenti. Gli strumenti di politica economica nazionale non possono essere buttati via; essi possono soltanto essere mercanteggiati contro strumenti di politica internazionale o soprannazionale adatti a perseguire i vasti obiettivi economici del mondo moderno.

5. - Gli ostacoli politici, amministrativi e psicologici che si oppongono ad una piena integrazione impongono di affrontare con criteri flessibili il problema stesso della convertibilità; ogni opportunità di accordi capaci di funzionare dovrebbe essere sfruttata al massimo grado, sia sul piano mondiale che sul piano regionale. Le possibilità delle forme regionali di integrazione sono state convincentemente dimostrate dal successo della cooperazione O.E.C.E. in questo dopoguerra, dalla recente costituzione della Comunità Economica Europea, dai continui sforzi per giungere ad una Zona europea di libero scambio e dalle proposte similari di integrazione per zone in altre parti del mondo (49). Accordi regionali di questo tipo possono essere utilmente integrati o rafforzati da accordi meno rigidi raggiungibili sul piano mondiale; essi possono spianare la strada, con il favore delle circostanze, verso una completa fusione delle sovranità economiche dei paesi partecipanti. Gli ultimi paragrafi di questo studio ricapitolano le principali caratteristiche dell'attuale Accordo Monetario Europeo e sostengono l'opportunità che

(49) La realizzabilità di tali accordi di integrazione fuori dell'Europa occidentale e l'adeguamento dei loro compiti e delle loro tecniche a condizioni economiche molto diverse non possono essere esaminati in questo studio. Il lettore può trovare qualche considerazione introduttiva nel mio lavoro *Latin America in World Trade and Payments*, in « Proceedings of the Fifth Meeting of Technicians of Central Banks of the American Continent », Bogotá (Colombia), 1957.

esso sia rafforzato e consolidato in un'Unione europea di compensazione o Fondo europeo di riserva, al fine di provvedere un efficiente assetto monetario e valutario per i vasti impegni di liberalizzazione commerciale di una eventuale Zona di libero scambio e della Comunità economica europea. Il Fondo da me proposto potrebbe, nel contesto della Comunità europea, gradualmente evolvere e convertirsi in un'autorità monetaria federale, cioè nell'organizzazione istituzionale necessaria per una fusione — in ultima analisi — delle monete nazionali dei sei paesi membri.

ROBERT TRIFFIN