

I centri di riserva e il Fondo Monetario Internazionale

Caratteristiche dei centri di riserva.

Una larga parte delle riserve dei paesi estranei al blocco sovietico è costituita da dollari U.S.A. e sterline. Alla fine del 1960 governi e banche centrali di quei paesi disponevano come riserve ufficiali di circa 11 miliardi di dollari e di oltre 2.550 milioni di sterline. Inoltre, istituti bancari, società commerciali e privati avevano fondi a breve termine per circa 7 miliardi di dollari e 1.200 milioni di sterline. Escludendo gli Stati Uniti ed il Regno Unito, il 45% delle riserve ufficiali in oro e valute estere dei paesi estranei al blocco sovietico consiste di dollari e sterline. In molti paesi, la maggior parte delle riserve ufficiali assume la forma di crediti sui due centri di riserva.

Il dollaro e la sterlina costituiscono valute di riserva in conseguenza dell'importante ruolo svolto dagli Stati Uniti e dal Regno Unito nell'economia mondiale. Con un volume di esportazioni americane per circa 19 miliardi di dollari e di importazioni per circa 15 miliardi, con ulteriori operazioni internazionali private prossime ai 12 miliardi (esclusi i movimenti di capitali a breve termine), l'offerta e la domanda di dollari sono sempre ingentissime. Lo stesso vale per la sterlina: con un volume di esportazioni e di importazioni da e verso l'area della sterlina rispettivamente di circa 9 e 10 miliardi di sterline, cui si aggiungono forti operazioni per investimenti e servizi, anche l'offerta e la domanda di sterline raggiungono dimensioni enormi. Ciò consente al mercato dei cambi di assorbire operazioni in dollari e sterline per scopi di riserva a un tasso di cambio assai vicino a quello corrente. Inoltre, con una parità fissa, è assicurato un limite alle oscillazioni dei cambi per il dollaro e la sterlina.

L'uso delle loro valute come riserve offre agli Stati Uniti ed al Regno Unito la possibilità di fornire eccellenti servizi di finanziamento del commercio internazionale, sotto forma di credito internazionale a breve termine, di investimenti internazionali a lungo termine, e di altre forme sussidiarie di finanziamento connesse con gli investimenti e gli scambi internazionali. Un paese può essere un centro finanziario importante, senza essere un centro di riserva; basta che abbia un efficiente sistema bancario ed un efficiente mercato valutario, e la possibilità di disporre di risorse per finanziamenti a lungo e breve termine. Amsterdam e Zurigo, per esempio, sono centri finanziari di grande importanza, anche se non dell'importanza di New York e Londra. Parigi e Francoforte sono non soltanto importanti centri finanziari, ma possiedono anche alcune caratteristiche particolari dei centri di riserva.

La possibilità per un paese di assurgere a centro di riserva dipende, oltre che dall'ampiezza del suo mercato dei cambi, anche dalla fiducia che altri paesi dimostrano verso la sua valuta. Soprattutto deve esservi la sicurezza che il valore di questa resti immutato in termini di oro. È quindi opportuno che un centro di riserva possieda forti riserve, così da poter far fronte a movimenti di capitali o ad oscillazioni della propria bilancia dei pagamenti senza eccessivo disagio per l'economia interna. Ma, cosa ancor più importante, un centro di riserva deve avere una bilancia dei pagamenti ben solida, che gli permetta di esportare capitali in forti quantità e su base continuativa. Il fatto che i detentori di dollari o sterline possano percepire un frutto ai tassi di interesse correnti sul mercato costituisce, certo, un incentivo ad accantonare riserve in quelle valute; ma queste, se non si nutre piena fiducia nel loro valore futuro, non possono funzionare efficacemente come valute di riserva.

Le funzioni svolte dai centri di riserva impongono loro responsabilità sempre difficili e talvolta onerose. In ogni paese il livello delle riserve aumenta o diminuisce in rapporto a disavanzi o a eccedenze della bilancia dei pagamenti. Nei centri di riserva le riserve possono aumentare o diminuire anche per altre ragioni. In realtà, un esodo di oro dagli Stati Uniti o dal Regno Unito può rispecchiare un disavanzo nella bilancia dei pagamenti, ma altresì un deficit nei pagamenti di altri paesi dell'area del dollaro o della sterlina verso il resto del mondo, oppure una variazione nella proporzione delle riserve che certi paesi decidono di mantenere in dol-

lari o sterline anziché in oro o in altre valute. Poiché la maggior parte di tali forze sfuggono al controllo dei centri di riserva, questi ultimi devono poter disporre di forti riserve.

Il Fondo Monetario Internazionale e i centri di riserva.

La creazione del Fondo Monetario Internazionale è una pietra miliare nel processo d'organizzazione di un sistema monetario mondiale. In un certo senso il Fondo Monetario è divenuto un altro centro di riserva, e come tale esercita una enorme influenza sugli Stati Uniti e sul Regno Unito. Il Fondo fornisce ai propri membri riserve supplementari, in virtù dei diritti derivanti dalle loro quote di partecipazione. In tal modo esso ha diminuito la necessità dei partecipanti di accumulare riserve indipendenti in oro, dollari e sterline, ciò che è stato di grande aiuto per i centri di riserva. Tuttavia le operazioni del Fondo potrebbero, se mal concepite, provocare forme di pressione su tali centri.

Quando il Fondo effettua operazioni valutarie con i propri membri, esso agisce sulle loro riserve. Così, la vendita di valuta ad un paese in deficit esime questo paese dall'attingere per lo stesso ammontare alle proprie riserve; d'altro canto, la vendita della valuta di un paese creditore impedisce a quest'ultimo di accumulare riserve aggiuntive. È concetto base del Fondo Monetario che i paesi in surplus debbono aiutare i paesi in deficit a finanziare parte del disavanzo, mediante operazioni con il Fondo. È così possibile ridurre notevolmente, anche se non proprio eliminare, la pressione esercitata sulle riserve da situazioni di deficit.

In pratica, le operazioni del Fondo Monetario si sono svolte prevalentemente in dollari U.S.A. e in qualche misura in sterline. Delle valute vendute dal Fondo fra il 1947 e il 1960 per un valore di 3,680 milioni di dollari, circa 3,200 milioni erano costituiti da dollari e 300 milioni da sterline. Il rimanente (cioè il 5% del totale) era distribuito fra sette altre valute, per la massima parte marchi tedeschi. Durante una parte di questo periodo gli Stati Uniti furono un paese creditore; le vendite di dollari da parte del Fondo Monetario furono quindi in perfetta armonia con la situazione della bilancia dei pagamenti americana. Ma il Fondo cedette più di 500 milioni di dollari tra il 1958 e il 1960, quando gli Stati Uniti registrarono un esodo netto di oro superiore a 5 miliardi di dollari.

Se il Fondo Monetario Internazionale vende dollari in un momento in cui gli Stati Uniti hanno un disavanzo, pregiudica la situazione delle riserve degli Stati Uniti (1). Poichè i dollari vengono usati per sanare il deficit del paese richiedente, essi vanno a finire nelle mani di paesi in surplus. Tali paesi possono decidere o di tenere i dollari come riserve (acquistando cambiali del Tesoro americano che fruttano interesse), o di convertirli in oro. Nel primo caso gli impegni in dollari degli Stati Uniti verso le banche centrali estere aumentano; nel secondo, le riserve auree degli Stati Uniti diminuiscono.

Poichè tutte le operazioni con il Fondo Monetario si svolgono ai cambi di parità, un membro potrebbe minimizzare il costo di tali operazioni assicurandosi la valuta del paese che fa premio nella misura più elevata sul mercato valutario — ossia le valute dei paesi in surplus. Molti membri del Fondo Monetario non hanno mostrato consapevolezza di questa possibilità. Essi hanno continuato ad acquistare dollari, perchè rappresentavano la valuta di riserva di cui si servivano abitualmente. Di conseguenza, i mutuatari han pagato più del necessario per le riserve di cui avevano bisogno, i paesi in surplus venivano sollevati dall'obbligo di finanziare parte dei loro avanzi tramite il Fondo Monetario Internazionale e la situazione delle riserve degli Stati Uniti si deteriorava. Sia detto per inciso, i paesi dell'area della sterlina sono consapevoli che non è economico prendere a prestito sterline dal Fondo Monetario, quando esista un deficit nella bilancia dei pagamenti del Regno Unito.

Il metodo migliore che gli Stati Uniti possono adottare per evitare un impoverimento delle loro riserve in seguito ad operazioni del Fondo è quello di effettuare operazioni compensative quando si trovino in situazione di disavanzo. Il ricorso a sotterfugi, del tipo delle operazioni straordinarie in oro con il Fondo Monetario, non è dignitoso ed è inoltre costoso. Il Fondo Monetario ha « investito » 800 milioni del suo oro in cambiali del Tesoro americano. Le ultime due operazioni, ciascuna per un ammontare di 300 milioni di dollari, erano dirette in realtà a rafforzare le riserve auree americane.

(1) Anche le operazioni in oro del Fondo Monetario Internazionale influiscono sui centri di riserva. Un riacquisto in dollari migliora la situazione delle riserve degli Stati Uniti. Un riacquisto in oro può essere preceduto da un acquisto preliminare di oro dagli Stati Uniti o dal Regno Unito. Molto dell'oro usato per pagare parte dell'aumento delle quote del Fondo nel 1959 è in ultima analisi provenuto dalle riserve degli Stati Uniti e del Regno Unito. Sarebbe stato bene escogitare un sistema migliore per pagare le sottoscrizioni all'aumento delle quote.

Gli Stati Uniti pagano ogni anno circa 20 milioni di dollari di interessi su tali debiti d'oro verso il Fondo Monetario. Essi avrebbero potuto raggiungere un miglioramento analogo delle loro riserve attingendo valute dei paesi in surplus senza oneri di sorta per interessi.

Gli Stati Uniti non hanno « tirato » sul Fondo Monetario per il timore che ciò possa essere considerato come un indice di debolezza del dollaro. Ma, in pratica, coloro che operano sul mercato dei cambi sono bene informati sulla vera situazione delle riserve e della bilancia dei pagamenti americani; e non sarebbero turbati da un'operazione che semplicemente ritrasferisse agli Stati Uniti le risorse prestate dal Fondo Monetario ad altri paesi. Gli Stati Uniti sbagliano a dar credito all'opinione che vi sia qualcosa di male nell'usare le risorse del Fondo: quaranta paesi vi hanno attinto, ivi compresi Regno Unito, Francia, Belgio e Olanda. Se gli Stati Uniti non possono effettuare operazioni ordinarie per compensare l'uso di dollari da parte del Fondo, la loro quota di sottoscrizione al Fondo si risolve in un impoverimento anzichè in un rafforzamento delle loro riserve.

Integrazione delle quote del Fondo Monetario Internazionale con le riserve dei paesi membri.

Negli ultimi venti anni, più di metà dell'aumento delle riserve ufficiali di tutti i paesi al di fuori del blocco sovietico è stato costituito da dollari e sterline. È dubbio che il futuro fabbisogno di riserve di liquidità possa esser fronteggiato con analoghi aumenti nelle disponibilità di queste valute. Dal 1950 non si sono avute variazioni di rilievo nei saldi esteri in sterline, e, se i saldi esteri in dollari stanno ancora crescendo, non è possibile prevedere con sicurezza per quanto tempo durerà questo andamento. In ogni caso, i centri di riserva dovrebbero considerare con una certa riluttanza un aumento sostanziale dei loro impegni di riserva senza un aumento corrispondente nelle loro riserve auree.

Per il momento non c'è scarsità di riserve. È vero che il Regno Unito dispone di un volume di riserve inferiore a quello che sarebbe desiderabile, e che alcuni altri paesi non vogliono o non possono accumularne. Ma se la struttura dei pagamenti internazionali venisse riportata a condizioni d'equilibrio, le disponibilità attuali di oro,

dollari e sterline, integrate dalle quote del Fondo Monetario Internazionale, sarebbero adeguate alle esigenze dell'economia mondiale. Naturalmente, con l'aumento progressivo degli scambi, degli investimenti e di altri pagamenti internazionali, aumenterà anche la necessità di riserve addizionali. E poiché non è possibile coprire interamente questo fabbisogno aggiuntivo con oro di nuova estrazione o con vendite di oro sovietico o con aumenti dei saldi in dollari e in sterline, bisognerà provvedere diversamente: il modo migliore è quello di servirsi del Fondo Monetario Internazionale.

Il Fondo Monetario dispone di oro per 3.250 milioni di dollari (compreso l'oro investito in cambiali del Tesoro americano), di valute convertibili per circa 6.600 milioni di dollari e di altre valute per quasi 4.400 milioni di dollari. Se il Fondo Monetario deve essere un istituto di riserva, le quote dei membri dovrebbero essere integrate con le altre loro riserve. I membri dovrebbero poter prelevare fino al 25% delle loro quote in successivi periodi di 12 mesi senza necessità di preventiva autorizzazione del Fondo. Il prelevamento dovrebbe essere rimborsato entro un periodo ragionevole di tempo, poniamo da 3 a 5 anni, come è già stabilito nella politica del Fondo. Prelievi superiori alla quota annuale del 25% e prelievi che portassero la valuta di un membro tenuta dal Fondo oltre il 200% della sua quota, potrebbero continuare ad essere consentiti solo previa esplicita approvazione del Fondo e alle condizioni da esso stabilite.

La logica di questa impostazione, in effetti, ha costretto ad una graduale modificazione della politica del Fondo Monetario. I membri hanno ora completa sicurezza di poter prelevare il credito netto di cui dispongono presso il Fondo, la cosiddetta « gold tranche ». Per i successivi prelievi annuali, nei limiti del 25% della quota, la sicurezza di poter usare le risorse del Fondo gradualmente decresce. L'esperienza degli ultimi dieci anni ha dimostrato che i membri hanno un alto senso di responsabilità nell'adempiere gli obblighi finanziari contratti con il Fondo, e si può aver fiducia che useranno le risorse del Fondo come riserve cui attingere in momenti di necessità e da ripristinare non appena possibile. Il passo immediatamente successivo dovrebbe consistere nel dar loro piena sicurezza di poter fare assegnamento sulle quote come parte integrante delle loro riserve d'esercizio.

È necessario riconoscere che le operazioni con il Fondo Monetario costituiscono una utilizzazione ordinaria delle riserve e non crediti straordinari cui far ricorso soltanto in momenti di crisi. Sotto

questo profilo spetta ai centri di riserva, Regno Unito e Stati Uniti, di dare l'esempio. Gli Stati Uniti sarebbero più che giustificati se attingessero al Fondo Monetario per neutralizzare l'impovertimento causato alle loro riserve dalle operazioni in dollari del Fondo. Il Regno Unito dovrebbe anch'esso « tirare » sulla propria quota come prassi ordinaria. In passato esso ha prelevato dal Fondo soltanto in momenti di acute difficoltà e per forti somme, come nel 1947 e nel 1956. Se le quote debbono essere considerate parte delle riserve dei paesi membri, questi debbono « tirare » su di esse in modesta misura (entro i limiti della quota) in qualunque momento usino le loro riserve.

Il Regno Unito ha accettato il criterio di buon senso che le risorse che ha versato al Fondo Monetario equivalgono a riserve ed ha aumentato spontaneamente il suo credito netto verso il Fondo. Il Regno Unito ha una quota di 1.950 milioni di dollari, per la quale fu richiesto di sottoscrivere 399 milioni in oro e il rimanente in sterline. Nel 1960 il Regno Unito riacquistò volontariamente dal Fondo altre sterline per un valore di 88,5 milioni di dollari, benché non fosse obbligato a farlo, al fine di coprire il massimo di sottoscrizione in oro e dollari: 25% della quota. È lecito arguirne che il Regno Unito non soltanto considera la sua sottoscrizione in oro e dollari come pienamente equivalente alle proprie riserve auree e in valute convertibili, ma che ritiene anche che la sua quota sia una vera integrazione di dette riserve.

Se le quote del Fondo venissero integrate con le riserve d'esercizio dei paesi membri, sarebbe evidente che il livello attuale delle riserve è adeguato per tutti gli scopi ordinari. Così, se nelle riserve degli Stati Uniti venisse compresa anche l'intera quota di sottoscrizione al Fondo, si avrebbe un'aggiunta di ben 5,7 miliardi di dollari. E cadrebbe ogni dubbio sulla sufficienza delle riserve del Regno Unito, la cui quota ammonta a quasi 2,5 miliardi di dollari. In sostanza, se non si considerano le riserve dei membri come comprensive delle loro quote, le enormi risorse affidate al Fondo Monetario possono rappresentare una riduzione della liquidità dei suoi membri, soprattutto dei due centri di riserva (2).

(2) È interessante notare come alcune analisi della situazione delle riserve americane non solo non comprendono in queste il credito netto degli Stati Uniti verso il Fondo Monetario, ma erroneamente includono negli impegni a breve termine degli Stati Uniti verso l'estero le disponibilità del Fondo in titoli di credito infruttiferi che fanno parte della sottoscrizione americana in valuta.

Il problema dei centri di riserva.

Come hanno dimostrato i recenti avvenimenti, i centri di riserva debbono affrontare l'eventualità di forti movimenti di capitali e di conversioni di saldi in dollari e sterline, che potrebbero esercitare serie pressioni sulle loro riserve auree. Alla fine del 1960, i crediti a breve termine di governi e persone fuori degli Stati Uniti (e rispettivamente della Gran Bretagna) ammontavano a circa 17,5 miliardi di dollari e a circa 3,8 miliardi di sterline, più una certa disponibilità di titoli di Stato a più lungo termine. Oggi quindi i centri di riserva sono più vulnerabili da esodi di capitali di quanto fossero cinque anni fa. Ciò solo in parte è dovuto ad un deterioramento nella situazione delle loro riserve. Mentre le riserve auree degli Stati Uniti sono diminuite di 4,3 miliardi di dollari circa, le riserve in oro e in valute convertibili del Regno Unito sono aumentate di circa 1,2 miliardi di dollari.

Causa principale dei forti movimenti di capitali è la maggiore sensibilità dei mercati monetari internazionali a divari nei saggi d'interesse e a fluttuazioni dell'attività economica. I grandi paesi commerciali europei hanno ristabilito il pieno ritmo della loro attività produttiva e di scambio, accumulato forti eccedenze nei pagamenti con l'estero e accantonato considerevoli riserve. Le loro monete godono di completa fiducia. Nel 1960, quando i saggi d'interesse erano più elevati in Europa, favorita da un « boom », e più bassi negli Stati Uniti, colpiti da una recessione, somme enormi emigrarono dagli Stati Uniti verso i centri finanziari europei per fruire di maggiori rendimenti e speculare sull'aumento del valore di certe monete europee. Il deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti nel 1960, pari a 3,8 miliardi di dollari, per circa il 70% fu causato dall'esodo di fondi americani a breve termine. Durante la seconda metà del 1960 il dollaro venne sottoposto ad una grave pressione; la situazione sarebbe stata ancora peggiore se le banche centrali estere non avessero accumulato — nello stesso periodo — altri 800 milioni di dollari sotto forma di saldi in dollari.

Col rafforzarsi di altri centri finanziari, siffatti ingenti movimenti di capitali diverranno più facili e inevitabili, non soltanto per effetto di differenze nei tassi d'interesse, ma anche come riflesso di turbamenti politici ed economici. Se questi movimenti di fondi dovessero causare un forte impoverimento delle riserve auree presso

i centri di riserva, la fiducia nel dollaro e nella sterlina potrebbe gravemente deteriorarsi, fino a minare il sistema monetario internazionale che il Fondo ha il compito di proteggere. È quindi necessario individuare i mezzi atti ad evitare i seri inconvenienti che potrebbero essere causati da movimenti di capitali e da conversioni su vasta scala delle valute di riserva in oro, nell'interesse non soltanto dei centri di riserva o dei paesi che dispongono di riserve in dollari e sterline, ma della stessa economia mondiale.

Qualcuno ha suggerito che i movimenti di capitali a breve termine potrebbero essere ridotti al minimo con forme di collaborazione internazionale nella politica dei tassi di interesse. Senonchè, solo una parte dell'esodo di capitali dagli Stati Uniti negli ultimi mesi del 1960 aveva lo scopo di approfittare dei più elevati tassi di interesse europei; la maggior parte invece rispondeva a motivi speculativi, originati dalla recessione americana e dal « boom » europeo. Anche se potessero venir ridotte le differenze nei tassi d'interesse, il problema di fondo resterebbe insoluto. Se è indubbia l'utilità, per i maggiori centri finanziari, di regolari consultazioni sulle rispettive politiche monetarie, non è opportuno che nei grandi paesi industriali i saggi di interesse siano determinati da movimenti di capitali a breve termine, anzichè dalle condizioni dell'economia interna. È preferibile far sì che la politica monetaria sia dettata dalle esigenze dell'economia, e trovare altri sistemi per affrontare i problemi creati dai movimenti di capitali.

In proposito, il Prof. Triffin sostiene che non sia più possibile mantenere un sistema monetario internazionale che dipenda in misura così rilevante dal dollaro e dalla sterlina come riserve. Egli ha proposto che il Fondo Monetario venga convertito in una banca centrale internazionale, presso la quale i membri dovrebbero mantenere una buona parte delle loro riserve depositandovi oro, dollari e sterline. Il sistema delle quote verrebbe abolito, l'attuale volume di crediti netti dei paesi membri si trasformerebbe in depositi e i debiti ora esistenti verrebbero consolidati. Per il futuro, le esigenze di riserve addizionali sarebbero fronteggiate con creazione di credito da parte del Fondo Monetario. I dollari e le sterline depositati inizialmente presso il Fondo verrebbero ammortizzati in un lungo periodo di tempo; i dollari e le sterline acquistati in seguito dal Fondo verrebbero convertiti in oro. Gli Stati Uniti ed il Regno Unito cesserebbero virtualmente di essere centri di riserva.

Non credo che il piano Triffin sia un metodo pratico di risolvere il problema. A mio giudizio, sarebbe molto meglio lasciare che il sistema monetario internazionale si evolva in base agli schemi oggi esistenti, modificando gli accordi istituzionali nella misura necessaria a consentire ai centri di riserva di svolgere le loro funzioni. Tutti i paesi che dispongono di forti riserve e verso i quali potrebbero verificarsi forti movimenti di capitali a breve termine, eccettuata la Svizzera, sono membri del Fondo Monetario Internazionale. Se questi paesi si impegnassero a fornire al Fondo le risorse necessarie, e il Fondo a fornirle a sua volta ai paesi membri, ogni centro finanziario, e particolarmente i centri di riserva, avrebbe la possibilità di evitare i seri fastidi causati da movimenti di capitali o dalla conversione su vasta scala di valute in oro.

L'opportunità che il Fondo prenda a prestito dai propri membri in base all'Art. VII dell'Accordo istitutivo era già stata sostenuta in seno al Fondo stesso parecchi anni or sono. Più di recente, il Prof. Zolotas, Governatore della Banca di Grecia, ha sollecitato l'adozione di una tale politica in occasione delle assemblee annuali del Fondo nel 1957 e nel 1958. La proposta Zolotas è così riportata negli Atti del 1958 (p. 91):

« ... in aggiunta al proposto aumento delle quote il Fondo dovrebbe avere facoltà di concludere accordi *stand-by* con le banche centrali o con il Tesoro dei paesi in surplus, con la possibilità di concedere corrispondenti crediti *stand-by* ai paesi in deficit. Questa politica potrebbe incrementare considerevolmente le risorse del Fondo, e creare allo stesso tempo un meccanismo di aggiustamento più normale e di uso corrente per i pagamenti tra paesi in deficit e paesi in surplus. L'intervento del Fondo costituirebbe una garanzia per i paesi creditori che le addizionali risorse messe a disposizione non andrebbero perdute e che sarebbero efficacemente utilizzate dai paesi in deficit per ripristinare il perduto equilibrio ».

La proposta del Prof. Zolotas è diretta ad assicurare ulteriori risorse per il raggiungimento degli scopi ordinari del Fondo Monetario Internazionale, anche se egli riconosce lo speciale problema dei centri di riserva. In realtà, il Fondo possiede risorse adeguate per far fronte alle esigenze ordinarie; esso non avrebbe difficoltà a permettere ai membri di attingere liberamente alla loro quota per coprire disavanzi nella bilancia dei pagamenti correnti. Il problema che il Fondo non è attrezzato ad affrontare è quello originato da

forti movimenti di capitali e da ingenti conversioni di valute di riserva in oro. È per questo che il Fondo deve poter avere accesso a risorse straordinarie.

Il Fondo di Stabilizzazione delle Riserve (*Reserve Settlement Account*).

La facoltà del Fondo Monetario Internazionale di fornire risorse in caso di esodo di capitali è limitata. In base all'Art. VI dell'Accordo istitutivo, « un membro non può far uso delle risorse del Fondo per coprire un forte o prolungato esodo di capitali ». Nello stesso articolo si specifica, tuttavia, che « niente di quanto contenuto nella presente Sezione deve essere ritenuto diretto ad impedire l'uso delle risorse del Fondo per operazioni di capitale di ragionevole entità, richieste per l'espansione delle esportazioni o per il normale svolgimento degli scambi, dell'attività bancaria o di altra attività commerciale ». Le risorse del Fondo possono essere usate anche in relazione a prelevamenti di valute di riserva da parte dei relativi possessori per far fronte a deficit nella bilancia dei pagamenti. Esse non sono però destinate a finanziare operazioni di arbitraggio sui tassi di interesse, movimenti speculativi di capitali o conversioni di riserve valutarie in oro.

Il Fondo non può assicurarsi la possibilità di attingere ad ulteriori risorse di provenienza americana senza un apposito atto legislativo del Congresso. Gli Accordi di Bretton Woods, in base ai quali gli Stati Uniti accettavano di far parte del Fondo Monetario Internazionale, stabiliscono che nessun organismo americano può fornire capitali aggiuntivi al Fondo, nè tramite un aumento delle quote nè per mezzo di prestiti, senza autorizzazione specifica del Congresso. Alcuni altri paesi si trovano in situazione analoga. Sarebbe un grave errore pensare che si possano fornire risorse sufficienti a finanziare un esodo di capitali dai centri finanziari senza la partecipazione sostanziale degli Stati Uniti.

Questi problemi potrebbero venire risolti con la creazione di un istituto sussidiario, per esempio, un Fondo di Stabilizzazione delle Riserve (*Reserve Settlement Account*), che dovrebbe essere gestito dai dirigenti del Fondo Monetario e diretto dai suoi Governatori. Un accordo supplementare per la creazione di un Fondo di Stabilizzazione delle Riserve non comporterebbe alcuna modifica agli Accordi di Bretton Woods, ma consentirebbe a un organismo

sussidiario di intraprendere operazioni relative a movimenti di capitali e alla conversione su larga scala di valute di riserva. Il nuovo accordo potrebbe comprendere i seguenti punti:

1) Tutti i membri del Fondo Monetario diventano membri del Fondo di stabilizzazione delle riserve notificando la loro adesione all'accordo supplementare;

2) Il Fondo di stabilizzazione delle riserve si costituisce quando i paesi che possiedono il 70% delle quote del FMI hanno dichiarato la loro adesione;

3) Il nuovo Fondo è autorizzato a prestare valute oppure oro a qualsiasi membro per operazioni correnti o di capitale, alle condizioni da stabilire con i richiedenti;

4) Il Fondo di stabilizzazione è autorizzato a prendere a prestito dai suoi membri e ad assumere impegni preliminari a questo scopo alle condizioni da concordare con i finanziatori.

Al Fondo di stabilizzazione delle riserve potrebbero essere concessi ulteriori poteri: accettare depositi in oro, conservare e trasferire oro « on earmark » ed acquistare e vendere oro. Le sue risorse, tuttavia, deriverebbero soprattutto da crediti forniti dai suoi membri principali. All'atto di approvare l'adesione al nuovo Fondo, gli organi legislativi dei paesi che possiedono forti riserve saranno richiesti di autorizzare le Banche centrali o il Tesoro ad acquistare titoli o obbligazioni del Fondo di stabilizzazione fino ad un determinato ammontare. Se gli Stati Uniti si impegnassero a sottoscrivere 3 miliardi di dollari di tali titoli, il Regno Unito 1,5 miliardi e la Francia, Germania, Italia, Belgio, Olanda, Canada e Giappone circa 3,5 miliardi di dollari complessivamente, il Fondo di stabilizzazione si troverebbe con un volume di risorse sufficienti a far fronte a qualsiasi situazione.

Quando il Fondo di stabilizzazione delle riserve prende a prestito da uno dei membri, dovrebbe emettere titoli fruttiferi con scadenza determinata, nella valuta del paese finanziatore, con la stessa garanzia in oro attualmente richiesta per le operazioni del FMI. Il Fondo di stabilizzazione chiederebbe a una Banca centrale di assumere, in tutto o in parte, la quota sottoscritta soltanto quando essa Banca venisse accrescendo le proprie riserve e un altro membro avesse necessità della di lei valuta per coprire un forte deflusso di capitali o dovesse affrontare la richiesta di conversione di forti saldi da parte del paese della Banca centrale in questione. Inoltre, i sot-

toscrittori sarebbero autorizzati a usare i titoli prima della scadenza per l'acquisto di qualsiasi valuta che fosse loro necessaria per coprire eventuali disavanzi della bilancia dei pagamenti. Essi avrebbero così la certezza che, fornendo capitali al Fondo di stabilizzazione, non danneggerebbero in alcun modo la situazione delle proprie riserve o della propria bilancia dei pagamenti.

Le operazioni previste da questo piano appaiono relativamente semplici. Si faccia, per esempio, l'ipotesi di un esodo di 3 miliardi di dollari dagli Stati Uniti verso Regno Unito, Germania e Olanda. Il Fondo di stabilizzazione delle riserve si farebbe prestare da questi paesi un ammontare equivalente in sterline, marchi e fiorini. Tali valute verrebbero prestate agli Stati Uniti, i quali potrebbero o venderle sul mercato valutario o usarle per la conversione di saldi in dollari. Si supponga che, dopo un anno o due, si verifichi un esodo di 1,5 miliardi di dollari dal Regno Unito verso gli Stati Uniti o l'Olanda. Il Regno Unito presenterebbe al Fondo di stabilizzazione i titoli che possiede per il rimborso o in dollari o in fiorini. Nel caso che le sue esigenze superassero l'ammontare dei titoli posseduti, esso potrebbe prendere a prestito il rimanente ammontare dal Fondo stesso. I crediti forniti dal Fondo di stabilizzazione, come pure i suoi titoli, verrebbero rimborsati entro un periodo stabilito, per esempio quattro anni; ma in determinate condizioni potrebbero essere rimborsati prima della scadenza.

Questo sistema infonderebbe nuova fiducia ai paesi che possiedono riserve in dollari o sterline. Essi si sentirebbero sicuri di poter sempre convertire le riserve valutarie che possiedono nelle loro proprie valute. E il credito che essi forniscono a questo scopo sarebbe coperto da una garanzia in oro e frutterebbe un ragionevole tasso di interesse.

In effetti, una volta acquisita la certezza che son disponibili risorse adeguate ad assicurare ogni operazione di conversione e che nessun paese possessore di forti saldi in dollari o sterline può esaurire le riserve auree degli Stati Uniti o del Regno Unito, non vi sarebbe più alcun incentivo a convertire su larga scala queste valute. La creazione di un Fondo di stabilizzazione delle riserve non ovvierebbe, naturalmente, alla necessità di una solida bilancia dei pagamenti da parte dei centri di riserva, ma darebbe loro il tempo sufficiente per porre riparo a forti movimenti di capitali e a conversioni di valute che potrebbero altrimenti riuscire rovinosi.

Conclusioni riassuntive.

Eccezion fatta per gli Stati Uniti e il Regno Unito, il 45 per cento delle riserve ufficiali di tutti i paesi estranei al blocco sovietico è costituito da dollari e sterline. Benchè le operazioni del Fondo Monetario Internazionale abbiano sopperito in parte alla necessità di riserve aggiuntive, esse sono state a volte causa di pressione sui centri di riserva. Dal 1958 al 1960, quando gli Stati Uniti registrarono un esodo di oro per 5 miliardi di dollari, il Fondo Monetario cedette più di 500 milioni di dollari. Queste operazioni danneggiarono la situazione delle riserve americane. Gli Stati Uniti avrebbero potuto evitare il drenaggio di riserve effettuando operazioni compensative con il Fondo Monetario.

Se venisse ristabilito l'equilibrio nei pagamenti mondiali, le riserve attuali, purchè integrate dalle quote del Fondo, sarebbero adeguate. In realtà, perchè il Fondo Monetario possa funzionare con efficienza come istituto di riserva, le quote di sottoscrizione dei paesi membri devono essere considerate alla stregua delle loro riserve d'esercizio. I membri dovrebbero quindi essere liberi di ritirare il 25 per cento delle rispettive quote in successivi periodi di 12 mesi, senza autorizzazione preventiva. Se le quote fossero « integrate » con le riserve dei paesi membri, si verrebbero ad aggiungere 5,7 miliardi di dollari alle riserve degli Stati Uniti e 2,5 miliardi a quelle del Regno Unito.

I centri di riserva sono esposti al rischio di forti movimenti di capitali e di conversioni delle loro valute, che sottopongono le loro riserve a forti pressioni. Man mano che altri centri finanziari si consolidano, è inevitabile che si verifichino vasti movimenti di fondi, non solo per effetto di differenze nei tassi di interesse, ma anche a causa di turbamenti politici ed economici.

Il Professor Triffin ha proposto che il Fondo Monetario Internazionale sia convertito in una banca centrale internazionale con facoltà di creare credito. L'uso di dollari e sterline come riserve verrebbe ridotto o abolito del tutto. Non sembra però questo un metodo pratico per risolvere il problema della liquidità internazionale.

Se i paesi che posseggono attualmente forti riserve si impegnassero a prestare al Fondo Monetario le risorse necessarie, sarebbe possibile evitare seri inconvenienti causati da ingenti movimenti di

capitali e dalla conversione di valute in oro. Il Fondo Monetario, mentre ha facoltà di finanziare disavanzi determinati da movimenti di capitali inerenti a scambi commerciali e ad altre operazioni internazionali correnti, non può finanziare operazioni di arbitraggio sui tassi di interesse, nè movimenti speculativi di fondi o conversioni di valute in oro. Inoltre, gli Stati Uniti non possono fornire ulteriori risorse al Fondo Monetario senza un'apposita legge del Congresso.

Questi problemi potrebbero essere risolti con la creazione di un *Fondo di Stabilizzazione delle Riserve (Reserve Settlement Account)*, gestito dal Fondo Monetario Internazionale. Il nuovo Fondo fornirebbe ai membri i mezzi necessari a finanziare operazioni correnti o di capitale ai termini e alle condizioni concordati con il richiedente. Esso collocherebbe i propri titoli di provvista a termini ed a condizioni da stabilire con il finanziatore. I titoli del Fondo di stabilizzazione sarebbero muniti di garanzia in oro. Nel caso di forti movimenti di capitali a breve termine o di conversioni di valute, il Fondo di stabilizzazione prenderebbe a prestito dal centro finanziario che ha accresciuto le riserve e presterebbe al centro finanziario che ha visto diminuire le proprie. Questo sistema darebbe fiducia ai paesi che tengono riserve in sterline o dollari. Certo, esso non eliminerebbe la necessità di una solida bilancia dei pagamenti dei centri di riserva; ma darebbe loro il tempo di adeguarsi ai movimenti di capitale e alle operazioni di conversione delle loro valute, che potrebbero altrimenti rivelarsi deleteri.

EDWARD M. BERNSTEIN