

Il problema della liquidità internazionale e il « sistema a monete multiple di riserva » (*)

Il problema.

I numerosi piani escogitati, negli ultimi anni, per una modifica più o meno radicale del sistema monetario internazionale, devono la loro esistenza al timore che le riserve di liquidità internazionale diventino, prima o poi, così scarse da costringere il mondo occidentale, a meno che non vengano prese misure appropriate, a seguire una politica deflazionistica — con tutte le disastrose conseguenze che tale politica comporta.

L'argomentazione — ormai ben nota — è, in sintesi, la seguente: la produzione corrente dà allo stock di oro monetario un incremento assai minore di quello necessario affinché il predetto stock tenga dietro all'espansione del commercio internazionale o del prodotto nazionale lordo del mondo occidentale. Pertanto le riserve di dollari dei paesi diversi dagli Stati Uniti devono continuamente espandersi per compensare la sempre maggiore deficienza relativa di riserve auree. Tuttavia, un aumento delle riserve di dollari richiederebbe il mantenimento, da parte degli Stati Uniti, di un deficit nella bilancia dei pagamenti. Anche se i paesi in surplus avessero, finora, accettato l'incremento delle loro riserve di valuta estera interamente sotto forma di dollari, non ci si potrebbe aspettare una prosecuzione di tale politica una volta che le passività degli Stati Uniti avessero raggiunto un ammontare multiplo di quello delle loro riserve auree. Comunque, le autorità mo-

(*) L'espressione « multiple-currency standard » è stata resa con « sistema a monete multiple di riserva ». Il preciso significato di tale espressione è chiarito dal testo (N.d.t.).

Il testo inglese dell'articolo (*The Problem of International Liquidity and the Multiple-Currency Standard*) è stato pubblicato in « *Essays in International Finance* », n. 41, 1963 (International Finance Section, Department of Economics, Princeton University).

netarie non sono nemmeno oggi disposte ad accumulare saldi in dollari per un ammontare pari all'avanzo della bilancia dei pagamenti dei rispettivi paesi, cosicchè questi avanzi provocano, almeno in parte, una perdita d'oro agli Stati Uniti d'America. È dunque chiaro che gli Stati Uniti non possono permettersi di continuare a mantenere indefinitamente una posizione deficitaria. Ma se così non fanno, è gioco-forza che prima o poi si verifichi nel mondo occidentale una scarsità di riserve internazionali.

Ai fini della presente discussione, accetto questa diagnosi della debolezza fondamentale dell'attuale sistema a cambio aureo; ma devo almeno aggiungere che non ritengo la scarsità di riserve internazionali un problema imminente. Ciò nondimeno, è compito dell'economista riflettere in tempo sulle possibili soluzioni del dilemma cui ho fatto riferimento. Da queste riflessioni è scaturita una tale costellazione di proposte di modifiche basilari dell'attuale struttura del sistema dei pagamenti internazionali, che a molti potrà apparire un sollievo il trovare qualcuno che caldeggi cambiamenti i quali non implicano scostamenti radicali da ciò che oggi esiste e non richiedano nè di creare nuovi organismi nè di gravare con nuove funzioni quelli già esistenti.

Soluzioni possibili.

Ci sono, in linea di principio, soltanto tre soluzioni al problema della minaccia di una penuria di riserve internazionali.

La *prima* consiste nell'adozione di un sistema di tassi di cambio liberamente flessibili — soluzione drastica, dato che elimina totalmente il problema dell'adeguatezza delle riserve internazionali. Non discuterò, tuttavia, questo modo di trattare il problema. Sono stato in passato, e sono tuttora, un fautore della flessibilità dei tassi di cambio, almeno entro certi limiti piuttosto ampi (1). Ma l'opposizione delle autorità monetarie ai tassi flessibili è, in quasi tutti i paesi, così forte che questo sistema non ha alcuna probabilità di essere adottato in un prevedibile futuro.

La *seconda* soluzione consiste in un aumento del prezzo dell'oro. Di nuovo, mi asterrò dal discutere in dettaglio questa solu-

zione. Ma desidererei avanzare, a questo proposito, qualche osservazione. Innanzi tutto, sono sicuro che l'aumento del prezzo dell'oro da parte degli Stati Uniti non condurrebbe ad alcuna variazione dei tassi di cambio, dato che i paesi europei aumenterebbero anch'essi tale prezzo. Questa soluzione, pertanto, non contribuirebbe a migliorare la bilancia dei pagamenti americana. Ma ciò non significa che essa sia priva di senso. Se il prezzo dell'oro venisse aumentato sufficientemente, gli Stati Uniti potrebbero, col consenso delle autorità monetarie degli altri paesi, convertire in oro i saldi in dollari di questi ultimi — comprensivi dell'ammontare che in futuro potrebbe essere trasferito a dette autorità dalle banche di credito ordinario. Se ciò accadesse, il dollaro cesserebbe di rappresentare una componente delle riserve internazionali. E se, con un pò di fortuna, la produzione d'oro in occidente (più, possibilmente, le vendite d'oro da parte della Russia) aumentasse abbastanza da far sì che il saggio di crescita dello stock di oro monetario si adeguasse a quello, diciamo, del commercio internazionale, non sarebbe necessario usare il dollaro a scopo di riserva nemmeno nel futuro. Ora, dato che le autorità monetarie considerano l'oro come il mezzo finale, e pertanto più desiderabile, di riserva internazionale, e dato che l'oro è il solo mezzo che costituisce riserva internazionale netta — cioè, riserva non controbilanciata da corrispondenti passività, come è il caso dei saldi in dollari —, certamente dovremmo ammettere che questa seconda soluzione non è così insensata come molti economisti vorrebbero farci credere. Se, ciò nonostante, non sono fautore di un aumento del prezzo dell'oro, è principalmente per due ragioni.

La prima è la corsa all'oro e la confusione sui mercati dei cambi, che si verificherebbero non appena ci fosse una seria discussione di un movimento verso un più alto prezzo dell'oro. L'intenzione di variare il prezzo dell'oro non può, nelle attuali condizioni, essere tenuta segreta.

La seconda ragione è il pericolo inflazionistico implicito nel forte aumento delle riserve di tutti i paesi provvisti di considerevoli stocks aurei. Questo pericolo non sorgerebbe necessariamente nel caso degli Stati Uniti, qualora le loro passività in dollari fossero convertite in oro, in modo che le loro riserve aumentassero di poco o di niente. Altrove, tuttavia, il pericolo di inflazione sarebbe indubbiamente serio, perchè la bilancia dei pagamenti cesserebbe, per un certo lasso di tempo, di agire come freno contro le politiche

(1) Cfr. il nostro articolo *Per un sistema di cambi flessibili*, in questa Rivista, n. 28, dicembre 1954, pp. 353-364.

inflazionistiche, mentre, allo stesso tempo, i profitti contabili ottenuti dalla svalutazione potrebbero tentare le autorità a politiche di « deficit spending » che, in simili circostanze, non costerebbero nulla. Sebbene l'esercizio di una disciplina monetaria da parte dei paesi in questione potrebbe indubbiamente impedire tali conseguenze inflazionistiche, non sono abbastanza ottimista per credere che ciò è quanto in effetti accadrebbe. E se le tendenze inflazionistiche non fossero impedito, l'effetto stimolante sulla produzione dell'oro, che è una parte necessaria dello schema, cesserebbe prima o poi di farsi sentire. Potrebbe allora darsi che la rivalutazione dell'oro dovesse essere ripetuta. Tuttavia, per ragioni piuttosto ovvie, ricorrenti aumenti del prezzo dell'oro renderebbero impossibile il funzionamento di un sistema aureo o a cambio aureo.

La *terza* soluzione consiste nell'ampliamento delle possibilità di ottenere credito estero, stabilendo formalmente che i paesi in surplus facciano prestiti a quelli deficitari. A rigore, non occorre che siano i paesi con avanzi correnti a effettuare i prestiti; questi possono essere fatti anche da altri paesi che posseggano forti riserve internazionali accumulate a causa di passati surplus. Ciò nondimeno, considererò, per semplicità, i paesi che effettuano i prestiti come coincidenti coi paesi che hanno un avanzo corrente. Il principio informatore di tale soluzione è posto bene in luce da un esempio in cui esso è portato alle estreme conseguenze.

Si supponga che venga creato un organismo internazionale simile alla defunta Unione Europea dei Pagamenti, ma su base mondiale. Tutti i paesi in surplus « depositerebbero » i loro avanzi presso questo organismo, mentre tutti i paesi deficitari accenderebbero debiti verso di esso per l'ammontare del loro deficit. Dato che la somma dei deficit è sempre uguale alla somma degli avanzi, non si potrebbe sviluppare alcuna crisi di bilancia dei pagamenti nè alcuna penuria di riserve internazionali. Questo « sistema del credito illimitato » sarebbe, naturalmente, eccessivamente inflazionistico, dato che ciascun paese avrebbe interesse a servirsi delle riserve degli altri paesi mantenendo un deficit, e nessun paese sarebbe obbligato ad un'accorta vigilanza sulla posizione della sua bilancia dei pagamenti. Non sono, è ovvio, fautore di questo sistema; ne faccio menzione soltanto perchè mostra, meglio di ogni altro, come si può far fronte alla penuria di riserve internazionali mediante la pratica del credito internazionale.

Ora, tutti i piani che sono stati escogitati per risolvere il problema — eccettuati, ovviamente, quello dei tassi di cambio flessibili e quello dell'aumento del prezzo dell'oro — sono variazioni su questo tema dell'aumentare le possibilità di credito dei paesi membri inducendo, o costringendo, quelli che hanno forti posizioni in valuta estera a prestare a quelli che hanno posizioni deboli. Ciò è vero sia che il F.M.I. conceda linee di credito preordinate, sia che venga creata una banca mondiale alla Triffin col potere di creare una moneta internazionale, sia che, alla Maudling, il F.M.I. agisca come depositario delle valute che i paesi in surplus non desiderano tenere.

Nel caso che il F.M.I. aumenti la possibilità di aver credito nel modo descritto, è evidente che la soluzione del problema consiste nel fatto che i paesi con forti posizioni in valuta estera sono pronti a prestare a quelli con posizioni deboli. Se viene creata una banca mondiale alla Triffin, ciò è forse meno ovvio, ma nondimeno vero. Se questa banca mondiale concede un credito al paese A creando un deposito in bancor a suo favore, e il paese A poi trasferisce questo deposito in pagamento del proprio deficit al paese B, è naturalmente il paese B che in effetti concede il credito al paese A. Oppure si supponga che, in base allo schema Maudling, un membro del proposto « Mutual Currency Account » decida di non convertire la moneta di un altro membro in dollari e poi in oro, ma la depositi — dopo notificazione al debitore — presso il MCA in cambio di un deposito in una qualche unità monetaria di valore fisso rispetto all'oro. In tal caso il paese depositante presta al paese la cui moneta viene depositata.

Da ciò dovrebbe risultare chiaro che, per ciascun paese, la possibilità di ottenere credito dovrebbe essere considerata come parte delle sue riserve internazionali. Il F.M.I. segue questo principio quando aggiunge la posizione lorda di un paese sul F.M.I., cioè la sua potenziale capacità di trarre su di esso, alle riserve di oro e di valute del paese stesso. Ma ciò non è sufficiente. Si consideri il caso degli Stati Uniti. La propensione degli altri paesi a prestare agli Stati Uniti accumulando saldi in dollari è certamente una parte essenziale della liquidità internazionale degli Stati Uniti. Senza di essa, gli Stati Uniti avrebbero perso oro molto più rapidamente di quanto non si sia verificato e quindi già da tempo sarebbero stati costretti a rimettere in ordine la loro bilancia dei pagamenti. Ed il timore che tale propensione possa non durare inde-

finitamente contribuisce di certo alla sensazione che la posizione di liquidità internazionale degli Stati Uniti stia peggiorando.

Orbene, è importante rendersi conto che se un paese utilizza il credito potenziale di cui dispone, gli effetti saranno diversi a seconda che il credito stesso comporti, oppure no, per il mutuante, una creazione di riserve internazionali. Mi sembra di poter suggerire che un modo significativo di classificare i piani di riforma del sistema monetario internazionale consiste nel verificare se essi assicurano semplicemente un aumento della capacità di aver credito per i paesi in deficit inducendo altri paesi a far loro prestiti, ovvero vadano oltre e portino a un tipo di prestiti che crei riserve per il mutuante. Al primo gruppo appartengono misure come l'aumento delle quote di partecipazione al F.M.I. e la concessione di linee di credito predeterminate da parte di paesi che hanno una forte posizione in valute estere, come venne fatto alla riunione del F.M.I. nel 1960 a Vienna. Appartengono pure a questo gruppo il piano Maudling e lo schema sopra delineato — il sistema del credito illimitato. Il secondo gruppo comprende il piano Triffin e numerosi piani simili. Nel piano Triffin l'accento è chiaramente posto non sull'aumento della possibilità di aver credito dei paesi membri quanto piuttosto sulla creazione di moneta internazionale conseguente all'uso di questa possibilità da parte dei paesi mutuatari.

Dal punto di vista della suddetta classificazione, la situazione dell'attuale sistema a cambio aureo è la seguente: tramite il F.M.I. la capacità di aver credito dei paesi membri è stata aumentata, e quando un qualsiasi paese prende a prestito, il corrispondente credito concesso da altri paesi è del tipo « neutrale », che non crea, cioè, riserve per i mutuanti. Gli Stati Uniti dispongono, tuttavia, di un potere di credito di cui gli altri paesi sono sprovvisti. Esso è dato dal fatto che altri paesi sono disposti ad acquisire saldi in dollari; e l'acquisizione di siffatti saldi rappresenta il secondo tipo di credito, cioè quello che crea riserve internazionali per il mutuante.

Giova notare che coloro i quali hanno formulato piani per ovviare al pericolo di una futura penuria di riserve internazionali, piani in cui è contemplata un'espansione di queste riserve piuttosto che un semplice aumento della capacità di ottenere credito da parte di ciascun paese, non desiderano che detta espansione prenda la forma di un'accumulazione di saldi in dollari quale potrebbe verificarsi col sistema attualmente in vigore. La ragione è, come ho fatto notare prima, che una tale accumulazione si accompagna, di

regola, con una certa perdita d'oro da parte dell'America e conduce in ogni caso negli Stati Uniti ad una riduzione del rapporto delle riserve auree rispetto alle passività a breve. Così, fin tanto che l'attuale sistema di cambio aureo esiste e il deficit americano continua, i « conservatori » si trovano di solito d'accordo coi « riformisti » nel sostenere, anche se ciò può sembrare paradossale, che i paesi in surplus dovrebbero — allo scopo di ovviare alla minaccia di una penuria di riserve internazionali — far prestiti in una forma che non aumenti le riserve internazionali. E vengono fatte pressioni sui paesi con forti posizioni in valute estere affinché, come suol dirsi, « prestino di più ». Si noti che, nelle discussioni pubbliche, l'acquisizione di saldi in dollari non è quasi mai considerata come una forma di prestito. La richiesta di « prestare di più » significa, in effetti, che i paesi in surplus dovrebbero prestare in un modo che non crei riserve di dollari; dovrebbero cioè fare prestiti a lunga scadenza agli Stati Uniti, ovvero fare prestiti — a breve o a lungo termine — a paesi terzi. In ambedue i casi l'eccedenza della bilancia dei pagamenti dei paesi mutuanti ed il deficit della bilancia dei pagamenti americana sarebbero corrispondentemente ridotti, in paragone a ciò che sarebbero stati se nessuna consimile attività di prestito avesse avuto luogo.

Ora, questo metodo di equilibrare le bilance dei pagamenti tramite prestiti « neutrali » — o prestiti che non creano riserve — da parte dei paesi in surplus, che nella sua forma estrema è equivalente al « sistema di credito illimitato » delineato prima, non è per nulla più ragionevole del metodo di persuadere, o costringere, i paesi in surplus a far prestiti ai paesi in deficit in un modo che crei riserve.

La teoria implicita in ambedue i metodi ha le sue radici nel mercantilismo. Essa considera i paesi in surplus come esportatori « naturali » di capitali, nell'assunto che questi surplus sono un segno di ricchezza. Persone che, in ogni altro contesto, avrebbero messo in ridicolo il punto di vista mercantilistico hanno tendenza ad esprimersi in tal senso. La teoria suona particolarmente strana quando proviene, come spesso accade, da coloro i quali considerano un'accumulazione di saldi in dollari non come « prestare agli Stati Uniti », ma semplicemente ed unicamente come una « aggiunta alle riserve di valuta estera ». Ci sono, tuttavia, altre persone che riconoscono che l'acquisizione di saldi in dollari riflette un eccesso dei risparmi interni sugli investimenti interni ed è una forma di

prestito; ed alcune tra esse sono, penso, inclini a ritenere che non c'è nulla di male a chiedere ad un paese che già è in surplus e concede credito di mutare la forma in cui fa credito.

Dovremmo guardarci dall'accettare questo punto di vista. Perché, mentre una eccedenza della bilancia dei pagamenti significa, è vero, un eccesso ex post dei risparmi interni sugli investimenti interni, non significa necessariamente un eccesso ex ante. Un'indicazione che le due cose non sempre coincidono è il fatto che i saggi d'interesse sono frequentemente più elevati nei paesi in surplus (mutuanti) che nei paesi in deficit (mutuatari). Di certo la spiegazione di tali eccedenze è riconducibile al fatto che il livello dei costi nei paesi in surplus è troppo basso relativamente al livello dei costi negli altri paesi. In tali circostanze l'indirizzo giusto è che i paesi in surplus si sbarazzino delle loro eccedenze non mediante prestiti a lungo termine, ma mediante misure che aumentino le loro esportazioni (e che i paesi deficitari collaborino, se possibile, agendo in senso opposto). Questa mi sembra la cura appropriata per ovviare a squilibri delle bilance dei pagamenti, e non il « sistema del credito illimitato ».

Un'ultima osservazione prima di procedere alla parte più costruttiva di questa discussione. Una volta ammessa l'importanza della capacità di ottenere credito di un paese come parte della sua liquidità internazionale, non è possibile ritenere significativo l'attuale calcolo delle riserve del mondo occidentale secondo cui queste ultime sono da considerarsi uguali alla somma degli stocks d'oro dei vari paesi, più i saldi in dollari dei paesi diversi dagli Stati Uniti, più i saldi in sterline dei paesi al di fuori dell'area della sterlina. Un tale calcolo, infatti, non tiene conto del credito potenziale dei vari paesi. Nè basta, come dissi, aggiungere i loro diritti di trarre sul F.M.I. D'altro canto, non c'è alcun modo di conoscere la somma totale di tutti i potenziali di credito. Inoltre, non si può ignorare il fatto che un aumento dei saldi in dollari dei paesi diversi degli Stati Uniti può ridurre il potenziale di credito degli Stati Uniti stessi e cioè la propensione degli altri paesi ad accumulare ulteriori saldi in dollari, nel qual caso la liquidità internazionale, per il mondo nel suo complesso, non è aumentata dell'importo indicato dalla consueta misura statistica. Il rilievo che qui faccio non è, si noti, lo stesso formulato da molti altri critici di queste statistiche, cioè che esse trascurano di porre in risalto che i saldi in dollari e sterline sono controbilanciati da corrispondenti

passività degli Stati Uniti e della Gran Bretagna, e pertanto non riescono a dare un quadro veritiero della liquidità internazionale netta che, a loro avviso, dovrebbe essere considerata equivalente al solo stock di oro monetario.

Ora, se non si accetta, come soluzione del problema della liquidità internazionale, il principio che i paesi in surplus dovrebbero venir costretti a prestare — vuoi in modo da creare riserve, vuoi in modo da non crearne — e se si è allo stesso tempo dell'avviso che il presente sistema non può durare indefinitamente, qual'è la via d'uscita?

II « sistema a monete multiple di riserva ».

In una serie di conferenze tenute nel maggio del 1961 ad Amsterdam (2), proposi che i paesi occidentali che attualmente detengono saldi in dollari dovrebbero in futuro tenere le loro riserve internazionali non esclusivamente nella valuta di un solo paese ma in quelle di più paesi, e che anche gli Stati Uniti dovrebbero seguire la politica di tenere valute di altri paesi in aggiunta all'oro. Non tutte le valute, naturalmente, sarebbero adatte a servire da moneta-chiave. Nessuna banca centrale sarebbe, immagino, disposta a tenere le monete dei paesi del Sud America. I nuovi paesi con moneta-chiave dovrebbero indubbiamente essere scelti per la maggior parte nell'Europa occidentale.

L'idea di tenere le riserve in parecchie monete piuttosto che in una soltanto sta acquisendo un crescente numero di fautori, alcuni in circoli influenti. Il Sottosegretario al Tesoro Roosa l'approva; l'« Economist » di Londra la favorisce; ed essa è parte del piano che il Dr. Posthuma, della Banca centrale dei Paesi Bassi, ha suggerito alcuni mesi fa. Invero non mi pare si possa dubitare che questa è la direzione in cui il mondo occidentale si sta gradualmente muovendo. Furono gli Stati Uniti a fare la prima mossa in tale direzione, dopo alcuni esperimenti che le autorità monetarie avevano compiuto sul mercato dei cambi con valute estere prese a prestito e che le avevano convinte della desiderabilità di acquisire, e tenere, saldi valutari per conto proprio, una volta che la situazione di bilancia dei pagamenti lo permettesse. Dal nostro odierno punto di

(2) Pubblicate col titolo « The Problem of International Equilibrium » dalla North-Holland Publishing Company (Amsterdam, 1962).

vista, l'aspetto più importante di queste operazioni su cambi — alcune effettuate dal Tesoro ed altre dal Federal Reserve System — è che esse possono costituire un punto di passaggio sulla via della generale adozione di uno standard a più monete. Ma esse meritano attenzione anche di per sé, dato che illustrano uno dei vantaggi di tener saldi in un certo numero di valute estere. Tuttavia, poiché A. Coombs della Federal Reserve Bank di New York ne ha fatto una buona descrizione nel numero di ottobre del « Bollettino » della sua Banca, non occorre che io le discuta qui in dettaglio. Illustrerò solo le operazioni compiute dal Tesoro americano in marchi della Germania Federale successivamente alla rivalutazione del marco.

Dopo la rivalutazione del marco nel maggio 1961, le aspettative di una seconda rivalutazione provocarono un deflusso di fondi dagli Stati Uniti verso la Germania. Tali fondi avevano tre distinte provenienze: 1) da coloro che compravano marchi con l'intenzione di convertirli in dollari dopo che l'attesa seconda rivalutazione del marco avesse avuto luogo; 2) da americani che avevano impegni in marchi a scadenza differita; e 3) da tedeschi che, dovendo ricevere dollari in futuro, prendevano a prestito dollari per cambiarli immediatamente in marchi. Non sorprende, perciò, che in questa situazione il riporto su marchi a termine sia salito molto al di sopra del suo livello normale, determinato dalla differenza tra i tassi d'interesse a breve. Fu proprio su questo mercato a termine che il Tesoro degli Stati Uniti scelse di intervenire con vendite di marchi, che la Bundesbank si teneva pronta a fornire. Per mezzo di tali vendite esso riuscì a ridurre sensibilmente il riporto sul marco, così rendendo lo spostamento di fondi verso la Germania meno attraente per tutti coloro che desideravano abbinare l'acquisto di marchi a pronti con una vendita di marchi a termine, nonchè per americani con impegni futuri in marchi e per tedeschi con diritti a ricever dollari in futuro, che ora trovavano preferibile comprare marchi a termine invece di marchi a pronti. In tal modo, il flusso di capitali a breve dagli Stati Uniti alla Germania venne ridotto; e — ulteriore effetto favorevole — la perdita d'oro che di solito accompagna l'acquisizione di dollari da parte di banche centrali estere fu mantenuta più bassa di quanto altrimenti sarebbe stata.

Il successo di queste operazioni incoraggiò le autorità a intraprenderne altre. All'inizio del 1962 il « Federal Open Market Committee » autorizzò operazioni in valute estere sul mercato. Sulla

base di questa autorizzazione, l'« amministratore speciale » dell'« Open Market Account » per le operazioni in valute estere negoziò una serie di accordi di scambi di valute (*swap arrangements*) con banche centrali estere. Si tratta di accordi che prevedono reciproche facilitazioni di credito tra il Federal Reserve System e banche centrali estere, concedendo a ciascuna parte di trarre sulla moneta dell'altra fino ad un ammontare prestabilito per un periodo da tre a sei mesi. Allo scadere del termine fissato, le operazioni vengono invertite allo stesso tasso concordato per il *swap* iniziale. Con siffatta procedura si concede una garanzia contro il rischio di una alterazione del tasso di cambio. Le valute che, tramite questi accordi *swap*, sono messe a disposizione del Federal Reserve System possono essere usate per compiere una gamma di operazioni su cambi intese a influenzare i flussi di capitale a breve termine. Per esempio, l'uso che di tali accordi venne fatto con la Banca Nazionale Svizzera e con la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) — comportante una procedura tecnica piuttosto complicata — si tradusse in un'acquisizione di dollari (sotto forma di cambiali del Tesoro USA) da parte delle banche commerciali svizzere e della BRI invece che da parte della Banca Nazionale Svizzera, la quale le avrebbe convertite in oro. Con ciò agli Stati Uniti venne risparmiata una perdita d'oro e la Banca Nazionale Svizzera fu in grado di assorbire parte dell'eccesso di liquidità del sistema bancario.

Ancora più interessante, dal mio attuale punto di vista, delle operazioni concretamente effettuate sulla base dell'autorizzazione data all'« amministratore speciale » dell'« Open Market Account » di operare in divise estere, è l'affermazione — inserita in detta autorizzazione — che uno dei suoi scopi è quello di « fornire, in lungo periodo, uno strumento mediante il quale detenzioni reciproche di valute estere possano contribuire a far fronte alle necessità di liquidità internazionale derivanti dall'espansione dell'economia mondiale ». In questa dichiarazione, l'adozione del sistema a monete multiple di riserva è considerata come il mezzo per ovviare alla minacciata penuria di riserve internazionali. Ed è questo aspetto — il più importante — del sistema qui sostenuto che passo ora ad esaminare.

Si supponga che il sistema a monete multiple di riserva fosse in esistenza già da qualche tempo e che i saldi tenuti dalle autorità monetarie nei vari paesi a moneta-chiave avessero raggiunto un ammontare uguale alla somma dei saldi in dollari e in sterline

tenuti attualmente da dette autorità. I saldi ufficiali in dollari ammontavano, nel settembre 1962, a 11,7 miliardi di dollari e quelli in sterline all'equivalente di 6,8 miliardi di dollari. Il totale di 18,5 miliardi di dollari era all'incirca uguale alle riserve auree degli Stati Uniti d'America e del Regno Unito (18,8 miliardi di dollari). Se si includono i saldi in dollari ed in sterline non ufficiali, le passività a breve termine verso l'estero dei due paesi (29,4 miliardi di dollari) ammontavano al 157 per cento delle loro riserve auree. Per il solo Regno Unito, il rapporto dei saldi esteri ufficiali rispetto all'oro era del 244% e il rapporto saldi esteri totali/oro del 353%. I corrispondenti rapporti per gli Stati Uniti erano del 73% e del 123%. Supponiamo ora che i paesi a moneta-chiave fossero gli Stati Uniti, il Regno Unito, la Francia, la Germania occidentale, l'Italia, i Paesi Bassi e la Svizzera. Il complesso delle riserve auree di questi sette paesi era, nel settembre del 1962, di 31,3 miliardi di dollari.

Un saldo di 18,5 miliardi di dollari (totale dei saldi in dollari ed in sterline ufficiali) o di 29,4 miliardi di dollari (totale dei saldi d'ogni tipo in dollari e in sterline) costituisce dunque il 60% e il 95% (rispettivamente) del complesso delle riserve auree dei paesi elencati. È allora evidente che se questi saldi fossero distribuiti tra i sette paesi, nessuno di essi verrebbe a trovarsi nella posizione in cui il Regno Unito (ed anche gli Stati Uniti, se tutti i saldi in dollari tenuti dagli altri paesi venissero presi in considerazione) attualmente si trova, e cioè di avere passività a breve termine verso l'estero di entità superiore alle riserve auree; di avere, in altri termini, riserve nette negative. Assumendo che un aumento del rapporto passività verso l'estero/oro, fino al punto in cui le prime sono un multiplo del secondo, compromette la fiducia riposta in una moneta-chiave, è certo un vantaggio del sistema a monete multiple di riserva il fatto che esso consente di mantenere tale rapporto ad un livello meno elevato.

Lo scopo dei calcoli suesposti è semplicemente quello di illustrare un principio. Sono, naturalmente, consapevole che il rapporto fra saldi in dollari di proprietà estera e riserve auree degli Stati Uniti non può esser abbassato mediante il tentativo, da parte degli attuali possessori di tali saldi, di comprare con essi altre valute. Il solo modo in cui il rapporto può in effetti esser abbassato è che gli Stati Uniti facciano appropriato uso di una futura eccedenza della loro bilancia dei pagamenti. Negli Stati Uniti, come in altri paesi, la nuova politica dovrebbe essere applicata alle riserve di valute

estere acquisite in futuro. Ad esempio, paesi che in futuro avessero eccedenze di bilancia dei pagamenti quando gli Stati Uniti fossero, poniamo, con bilancia dei pagamenti approssimativamente in equilibrio, non dovrebbero insistere nell'acquisire dollari e oro a spese delle riserve di dollari e di oro dei paesi deficitari; dovrebbero invece esser pronti ad acquisire saldi verso qualsiasi paese deficitario che fosse membro del gruppo allargato delle monete chiave. Così facendo, aumenterebbero il totale delle riserve internazionali invece di dar luogo ad un mero spostamento delle riserve esistenti, come accade con l'attuale sistema. Similmente, se gli Stati Uniti si spostassero in una posizione di eccedenza, ciò non comporterebbe necessariamente una diminuzione dei saldi in dollari o delle riserve auree di altri paesi qualora gli Stati Uniti fossero disposti a tenere valute estere facendo così aumentare il totale delle riserve internazionali. È vero che gli Stati Uniti potrebbero preferire di cogliere l'occasione per ridurre le loro passività in dollari e migliorare quindi il rapporto dell'oro rispetto a tali passività. Con l'odierno sistema, questa linea d'azione significherebbe ridurre il totale delle riserve internazionali; col sistema a monete multiple di riserva essa non avrebbe necessariamente questo effetto. Perché, fin quando alcuni altri paesi oltre agli Stati Uniti avessero delle eccedenze, detti paesi potrebbero costituire saldi in paesi terzi, in modo che la diminuzione dei saldi in dollari venisse controbilanciata da un simultaneo aumento dei saldi in altre monete-chiave. In tal modo, il rapporto delle passività dell'America verso l'estero rispetto all'oro potrebbe cadere, e crescere, in concomitanza, gli analoghi rapporti di altri paesi. Invero, questi rapporti potrebbero, nel lungo periodo, essere portati verso valori uniformi per i vari paesi a moneta-chiave.

Per evitare un possibile malinteso, devo sottolineare che non sto sostenendo che i paesi in surplus debbano *necessariamente* accumulare saldi in monete-chiave diverse dal dollaro. Non sono favorevole a costringere alcuni paesi a prestare ad altri contro la loro volontà. Se, per esempio, si verificasse sui mercati dei cambi un'eccedenza di marchi tedeschi e nessun paese volesse tenere ulteriori quantitativi di marchi, il marco cadrebbe fino al punto in cui le autorità tedesche dovrebbero intervenire a sostenerlo vendendo valuta estera. Ma tale valuta estera non dovrebbe necessariamente essere costituita da dollari. Potrebbe ben consistere in altre valute-chiave in possesso delle autorità tedesche. In ogni caso, sarebbero i saldi della Germania all'estero a diminuire e non i saldi di altri paesi sulla

Germania ad aumentare. Questa diminuzione delle riserve internazionali tedesche sarebbe un salutare avvertimento che gli altri paesi non sono disposti a finanziare il deficit della Germania.

La questione della garanzia-oro.

Nel caso che il sistema a monete multiple di riserva venisse adottato, sarebbe desiderabile e, ritengo, necessario, che tutti i paesi a moneta chiave si dichiarassero pronti a vender oro su richiesta ad autorità monetarie estere ad un prezzo prefissato. In altri termini, dovrebbe essere consentito alle banche centrali aventi saldi su paesi esteri un diretto accesso all'oro senza dover prima ricorrere ad un precedente acquisto di dollari, ed i nuovi paesi a moneta chiave dovrebbero essere esattamente nella stessa posizione, per quanto riguarda le vendite di oro, in cui gli Stati Uniti si trovavano nel vecchio sistema e continuerebbero a trovarsi nel nuovo.

Questo punto può sembrare piuttosto ovvio. Ciò che non è altrettanto chiaro, invece, è se i paesi a moneta chiave dovrebbero dare una garanzia contro il rischio di cambio che le autorità monetarie estere corrono tenendo le loro valute. Lo « Economist » di Londra ha ripetutamente espresso l'opinione che, in assenza di tali garanzie, nessun paese sarebbe disposto a tener saldi nella valuta dei nuovi paesi a moneta chiave. Questa argomentazione perderebbe, tuttavia, molta della sua forza una volta che quei paesi si impegnassero a cedere oro a richiesta allo stesso modo degli Stati Uniti. Saldi in una qualsiasi delle nuove monete chiave sarebbero allora sullo stesso piede dei saldi in dollari, e non c'è alcuna ragione perchè i paesi dovrebbero essere meno disposti a tener gli uni piuttosto che gli altri.

Ciò nondimeno, la questione della garanzia oro merita un più attento esame. (Assumo che questa garanzia si applicherebbe solo nel caso in cui i tassi di cambio per il dollaro venissero abbassati, e non nel caso in cui il prezzo in dollari dell'oro venisse aumentato mentre i tassi di cambio rimanessero costanti.)

Il modo migliore di affrontare il problema consiste nel rendersi ben conto del contenuto reale della garanzia in questione. Si supponga che gli Stati Uniti l'avessero data in passato e che ora contemplino una svalutazione del dollaro in termini delle monete estere e un corrispondente aumento del prezzo dell'oro. Si sup-

ponga inoltre che gli altri paesi non aumentino il prezzo dell'oro in termini delle proprie monete, in modo da neutralizzare la svalutazione degli Stati Uniti, ma accettino quest'ultima. (Incidentalmente, una tale reazione sarebbe più probabile nel caso esistesse una garanzia oro che in sua assenza.) Gli Stati Uniti dovrebbero allora aggiungere ai saldi in dollari tenuti dalle autorità monetarie di altri paesi una quantità di dollari corrispondente al grado di svalutazione. Per esempio, se il dollaro venisse svalutato di un quarto, essi dovrebbero aumentare di un terzo i saldi in dollari esistenti. Nel caso in cui il rapporto tra lo stock d'oro e le passività originarie verso autorità monetarie estere fosse uguale o superiore all'unità, il profitto ottenuto dalla rivalutazione delle riserve auree basterebbe a fornire la somma richiesta. Se il predetto rapporto fosse minore dell'unità, quel profitto non basterebbe, e il resto dei fondi necessari dovrebbe esser procurato dal Tesoro, molto probabilmente con un aumento del debito pubblico. Se la svalutazione avesse l'effetto desiderato di far sì che la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti diventasse attiva, gli altri paesi ricorrerebbero ai loro aumentati saldi in dollari per coprire il deficit delle loro bilancie dei pagamenti. Consumando, in tal modo, immediatamente o in futuro, in parte o per intero, i loro saldi addizionali, essi potrebbero ottenere un corrispondente ammontare di beni come un dono senza contropartita da parte degli Stati Uniti. Questo dono, nella sua totalità, ammonterebbe attualmente, nel caso di una svalutazione del 10%, a circa 1,2 miliardi di dollari, e al doppio nel caso di una svalutazione del 20%. In altre parole, le garanzie oro rendono molto costose le svalutazioni. Per tale ragione, potrebbero condurre ad un congelamento dei tassi di cambio ai livelli che casualmente avessero al momento dell'introduzione delle garanzie stesse. La richiesta di una garanzia oro equivale, quindi, in pratica, alla richiesta di una rigidità assoluta dei tassi di cambio.

In assenza di tale garanzia — asserisce lo « Economist » — nessun paese (al di fuori dell'area della sterlina) sarebbe disposto a tenere saldi in moneta di paesi diversi dagli Stati Uniti. E questa opinione sembra condivisa da altri. L'essenza della proposta del Dr. Posthuma è che si dovrebbe raggiungere un accordo in base al quale i paesi in surplus assumerebbero l'impegno di tenere soltanto una certa percentuale — 60 è la cifra menzionata — delle loro eccedenze sotto forma di oro, e il resto in monete chiave. La proposta costringe così i paesi interessati a tenere saldi valutari in

aggiunta all'oro, ma non reca alcun contributo specifico per la soluzione del problema che stiamo ora considerando, cioè come i vari paesi potrebbero venir indotti a tenere saldi in monete diverse dal dollaro.

Contraddirei all'ispirazione generale del presente saggio se suggerissi uno schema che costringesse i vari paesi a tenere valute che non vogliono tenere. Nè penso che tale obbligo sia necessario. Si ricordi che l'abitudine di tenere come riserva solo saldi in dollari ebbe origine in un periodo in cui il dollaro era a ragione considerato la sola moneta, tra le principali, da ritenersi sicura. Oggi il dollaro non occupa più questa posizione, e se altri paesi a moneta chiave, oltre gli Stati Uniti, assumessero l'impegno di cedere oro a richiesta, i saldi in dollari non avrebbero più alcun vantaggio nei confronti dei saldi in altre monete chiave. In effetti, quanto più grandi diventano i saldi in dollari in relazione alle riserve auree americane, tanto più desiderabile deve apparire il cominciare a tener saldi in monete di paesi dove questo rapporto è ancora zero, o perlomeno piccolo. Il desiderio di ripartire il rischio distribuendo i saldi tra le monete di parecchi paesi dovrebbe essere un motivo sufficiente per adottare il sistema a monete multiple di riserva. E se gli Stati Uniti ne assumessero l'iniziativa acquisendo saldi in monete estere non appena passassero ad una posizione di surplus nella loro bilancia dei pagamenti, sono fiducioso che l'attuale abitudine dei paesi al di fuori dell'area della sterlina di usare solo il dollaro come riserva potrebbe essere, e sarebbe, interrotta.

Il timore che il nuovo sistema potrebbe condurre a spostamenti di saldi ufficiali fra le varie valute ogni qual volta circolassero voci di imminente variazione del tasso di cambio di una moneta chiave non è, a mio parere, giustificato. La cooperazione tra le banche centrali e il loro « spirito di corpo » sono così fortemente sviluppati che, in situazioni siffatte, si può contare che si asterrebbero da interventi e operazioni suscettibili di render più difficile la situazione del paese interessato. Attualmente abbiamo davanti ai nostri occhi un esempio di tale « cooperazione » con il Federal Reserve System: le banche centrali estere si stanno astenendo dall'aumentare il rapporto tra il loro oro e i saldi in dollari quando ricevono nuovi importi di dollari, e ancor più si stanno astenendo dal convertire in oro i già esistenti saldi in dollari.

Altri due punti dovrebbero esser rilevati. Primo, anche se la cooperazione tra banche centrali dovesse venir meno, in qualche

particolare occasione, nei riguardi di uno dei tanti paesi a moneta chiave, la pressione sui mercati dei cambi e dell'oro sarebbe molto minore che se la stessa cosa accadesse nei confronti di un paese che fosse il solo la cui moneta venisse tenuta dagli altri paesi. In secondo luogo, il fatto che un paese sia un depositario di saldi in valuta estera è uno stimolo alla disciplina monetaria e può pertanto render meno frequenti che in passato le voci di imminenti svalutazioni.

Conclusioni.

Un riassunto dei principali vantaggi del sistema a monete multiple di riserva dovrebbe porre in particolare rilievo i seguenti punti:

(1) Tale sistema eliminerebbe il dilemma da cui ha tratto spunto la presente discussione, cioè che le riserve internazionali devono crescere ad un certo ritmo, ma possono farlo solo a spese di un deficit della bilancia dei pagamenti americana.

(2) Dato che nei nuovi paesi a moneta chiave l'accumulazione di riserve avrebbe luogo ex novo, il rapporto delle passività a breve verso autorità monetarie estere rispetto allo stock d'oro non salirebbe ad un livello allarmante per un lungo periodo a venire. In altre parole, ci sarebbe posto per una continua crescita delle riserve internazionali fino a un tempo così lontano nel futuro che nessuna persona ragionevole riterrebbe necessario prender fin da ora alcun provvedimento.

(3) La detenzione da parte di un paese di saldi valutari nei confronti di altri paesi permette di intraprendere operazioni a pronti e a termine su cambi esteri allo scopo di influenzare i movimenti di capitali a breve termine, senza dover fare accordi speciali con banche centrali estere per ottenere a prestito le necessarie valute estere.

(4) L'introduzione del sistema a monete multiple di riserva non richiede nè la creazione di nuovi organismi internazionali nè l'assunzione di nuovi compiti da parte di quelli già esistenti.

(5) Il sistema a monete multiple di riserva non costringe i paesi a far prestiti al fine di equilibrare la bilancia dei pagamenti. Se,

in base ad esso, i paesi accumulano saldi valutari verso altri paesi, ciò accade di loro spontanea volontà.

(6) Tale sistema — anzichè incoraggiare al lassismo monetario — costituisce uno stimolo alla disciplina.

I vantaggi del sistema a monete multiple di riserva sono invero molti. Ciò che esso non può ovviamente fare è di accontentare coloro i quali si attendono che le riforme monetarie internazionali permettano ai paesi con un deficit della bilancia dei pagamenti di continuare indefinitamente in tale posizione. Nè il sistema a monete multiple di riserva nè alcun altro sistema, eccettuato quello che ho chiamato il « sistema del credito illimitato », può fare questo miracolo. E non è desiderabile che lo faccia.

FRIEDRICH A. LUTZ