

Il regime a cambio aureo in trasformazione e il possibile contributo del Fondo Monetario Internazionale (*)

Il regime a cambio aureo (*gold exchange standard*), inteso come un assieme di adattamenti istituzionali, orientamenti e tecniche operative, ha avuto notevole sviluppo negli ultimi anni. È proposito di questo articolo discutere alcuni avvenimenti recenti e proporre la tesi che essi hanno contribuito al sorgere di un regime a cambio aureo funzionante sotto molti aspetti in modo differente da quello di un tempo. Inoltre, poichè ulteriori cambiamenti sono in vista, da qui a dieci anni il regime a cambio aureo molto probabilmente funzionerà in modo sostanzialmente diverso da quello d'oggi.

Non è facile descrivere accuratamente la situazione attuale, in quanto mancano rapporti dettagliati su alcuni dei cambiamenti che continuamente avvengono. Per di più il tentativo di descrizione deve tener conto di due punti di vista opposti, ognuno dei quali contiene elementi di vero. Da un lato si sostiene che non esistono sviluppi veramente nuovi; per ognuno sarebbe possibile rintracciare un precedente. Dall'altro lato si ritiene che nel mondo post-bellico, come in ogni altra epoca storica, la situazione presenta aspetti del tutto unici e che è necessario farvi fronte con soluzioni così diverse da conferire ai precedenti un interesse soltanto accademico.

I

Il regime a cambio aureo s'è sviluppato lungo un periodo di molti anni; non è stato creato alla conferenza di Genova del 1922. Infatti, già prima del 1914, molte Banche centrali europee usavano mantenere una certa proporzione delle loro riserve internazionali in divise estere e molti paesi sottosviluppati aderivano ad un regime

(*) Le opinioni espresse in questo articolo sono personali e non corrispondono necessariamente a quelle del Fondo Monetario Internazionale.

a cambio oro o a cambio argento (1). È forse possibile comprendere con maggior chiarezza il regime a cambio aureo, come oggi funziona, osservandolo alla luce degli adattamenti apportati per risolvere problemi emersi dopo la fine della seconda guerra mondiale e, più recentemente, a cominciare dal 1958.

Il collasso del sistema finanziario internazionale nel decennio che ha inizio nel 1930, caratterizzato dall'emergere di « blocchi monetari » e dalla sparizione quasi completa degli investimenti esteri a lungo termine, non è oggi che un ricordo. La tendenza alla deflazione, alle svalutazioni concorrenziali e, all'autarchia s'è drasticamente rovesciata. Durante i primi dieci anni dopo la guerra il mondo s'è dibattuto nel problema dell'inflazione; negli anni recenti i grandi paesi industrializzati hanno rivolto la loro attenzione al problema della stabilità dei prezzi; nell'immediato futuro essi si troveranno probabilmente di fronte al problema della scelta di politiche atte a mantenere il tasso di sviluppo economico ed il pieno impiego. Si tratterà di decidere sul livello dei prezzi opportuno per assicurare posizioni concorrenziali, sia all'estero che all'interno; sulla scelta dei margini di profitto più appropriati a sostenere alti livelli di investimento e di sviluppo; sulle modificazioni delle correnti commerciali derivanti dal sorgere di raggruppamenti sopra-nazionali, come il Mercato Comune, e dall'accresciuta importanza dei paesi del blocco comunista nel commercio internazionale; sulla necessità infine di provvedere risorse per lo sviluppo economico e di ricercare ragioni di scambio che tengano conto delle necessità fondamentali dei paesi sottosviluppati.

Forte si è fatto altresì il flusso internazionale di capitali a lungo termine. Il contributo di capitali del settore ufficiale, in forma di aiuti governativi, donazioni e crediti a lunga scadenza, è, sempre più, integrato dal flusso di capitali privati, nella forma di investimenti diretti, di impieghi di portafoglio e di crediti bancari a breve. I mercati dei capitali a breve, a loro volta, hanno molto

(1) A. I. BLOOMFIELD ebbe a notare che « il regime aureo (*gold standard*), esistente prima del 1914, era molto lontano dall'essere quella cosa semplice ed uniforme che spesso si suppone » e che « comprendeva paesi che adottavano svariate forme del regime a cambio aureo, come la Russia, il Giappone, l'Austria-Ungheria, l'Olanda, la maggior parte dei paesi scandinavi, il Canada, il Sud Africa, l'Australia e la Nuova Zelanda — i quali mantenevano tutti una parte o il grosso delle loro riserve esterne in divise — e, in una forma particolarmente rigida, l'India, le Filippine ed un numero svariato di altri paesi dell'Asia e dell'America, i cui sistemi monetari funzionavano in modo analogo ai *currency boards* moderni » [*Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914* (1959), p. 14].

intensificato la loro attività; e i saggi di interesse nei diversi paesi si stanno rapidamente uniformando. Gli speciali mercati dell'euro-dollaro e di altre monete negli ultimi cinque anni sono cresciuti fino a raggiungere un volume d'affari di \$4-5 miliardi (2). Il processo di liberalizzazione dei mercati dei capitali privati a lungo termine compie continui progressi nei paesi industriali.

I controlli e le restrizioni valutarie sono stati ridotti quasi ovunque; molti paesi industrializzati li hanno quasi o completamente smantellati (3). Le monete dei paesi europei più importanti hanno raggiunto la convertibilità esterna, *de facto*, nel 1958 e, *de jure*, nel 1961 (sulla base dell'articolo VIII dell'Accordo del Fondo Monetario Internazionale).

II

Questi avvenimenti nel campo finanziario hanno già influito favorevolmente sul commercio internazionale, sul sistema dei pagamenti fra paesi e sui movimenti di capitale; ma hanno anche dato origine a problemi preoccupanti. Quella stessa libertà, che facilita il movimento di capitali a lungo e a breve termine, rende anche possibili forti movimenti speculativi, contro l'una o l'altra moneta o contro varie monete allo stesso tempo, e crea un ambiente, in questi « anni '60 », in cui è più difficile per qualsiasi paese mantenere l'autonomia monetaria e di saggio d'interesse che caratterizzava il decennio precedente.

Le oscillazioni nella bilancia dei pagamenti della maggior parte dei paesi danno luogo quasi sempre a movimenti di capitale a breve di una certa dimensione. A cominciare peraltro dal 1958 i movimenti di capitale a breve tra i maggiori paesi industrializzati sono diventati uno dei più importanti elementi di disturbo della bilancia dei pagamenti. Questi movimenti, dal 1958 in poi, sono stati quindi oggetto di seri interventi intesi ad impedire che vengano danneggiati la stabilità monetaria ed il normale funzionamento del regime a cambio aureo. L'azione d'intervento si è svolta in varie direzioni: 1) limitazione del flusso dei capitali a breve, senza ricorrere a controlli valutari o sui movimenti di capitale; 2) iniziative

(2) O. L. ALTMAN, *Canadian Markets for U.S. Dollars, e Recent Developments in Foreign Markets for Dollars and Other Currencies*, in « IMF Staff Papers », novembre 1962 e marzo 1963.

(3) Vedasi il panorama generale nell'*Annual Report on Exchange Restrictions, 1962*, del Fondo Monetario Internazionale (I.M.F.).

di cooperazione fra debitori e creditori per finanziare i movimenti di capitale e ridurre al minimo il loro effetto sulle riserve monetarie internazionali; 3) creazione di riserve integrative nella forma di oro, dollari e sterline. Questi sviluppi, che hanno contribuito a modificare il funzionamento del regime a cambio aureo, sono l'oggetto di questo articolo.

Il capitale a breve si muove quando ci sono differenze nei saggi d'interesse, oppure per ragioni speculative. Prima del 1959, divari nei tassi d'interesse erano gradualmente sorti a causa dell'esistenza di controlli valutari o di restrizioni e limitazioni della convertibilità. Altri sono stati determinati per brevi periodi da politiche monetarie — ad esempio dalle misure restrittive della liquidità interna adottate in Germania nel 1960, dall'aumento del tasso di sconto al 7 per cento deciso dalle autorità inglesi nel terzo trimestre 1961, dall'analogo rialzo al 6 per cento disposto dal Canada durante il secondo trimestre del 1962. Ingenti movimenti di capitale a breve si sono anche avuti per motivi speculativi, ad esempio per la generale aspettativa che ulteriori rivalutazioni seguissero alla rivalutazione del 5 per cento del marco tedesco nel marzo 1961. Movimenti di capitale d'altra parte sono stati spesso provocati da timori di svalutazione del dollaro e della sterlina.

Ulteriore complicazione, una parte dei capitali che si spostano per arbitraggi sul saggio d'interesse sono coperti, altri sono senza copertura. In certi casi la mancanza di copertura a termine indica l'esistenza di motivi speculativi; in altri è dovuta al convincimento della stabilità della struttura dei tassi di cambio come, per esempio, quando, nel 1959 e nel 1960, fiorini olandesi e altre monete dell'Europa continentale vennero convertiti in sterline.

In circostanze normali la variazione del saggio di cambio a termine relativamente al saggio a pronti avrebbe potuto essere così rapida e ampia da escludere simili movimenti di capitali a breve. Ma le condizioni successive al 1958 sono state spesso anormali e le autorità monetarie hanno spesso ritenuto opportuno di intervenire in misura molto più pronunciata del solito.

Nel far fronte ai movimenti di capitali la cooperazione internazionale è stata molto più pronta ed estesa che nel far fronte ad eccedenze o deficit manifestatisi in altre partite della bilancia dei pagamenti. È infatti generalmente più facile cooperare nel campo dei movimenti di capitale che in quello del commercio internazionale. Inoltre i movimenti di capitale avevano raggiunto dimen-

sioni molto pronunciate e minacciavano di poter svilupparsi con meccanismi autopropulsivi, fino al punto di compromettere la struttura dei cambi e delle riserve. I paesi nei quali affluivano capitali a breve sapevano di entrare in possesso di fondi mobilissimi, di valore dubbio se non addirittura negativo, capaci di andarsene così rapidamente come erano venuti. Sapevano, in particolare, che, concedendo piena libertà ai movimenti di capitale a breve, avrebbero potuto addirittura permettere un peggioramento a lungo termine della loro bilancia commerciale. Essi si sforzarono quindi di isolare prezzi, costi e liquidità interna da simili movimenti di capitale. Ovviamente, la soluzione migliore per tutti era quella di contenere i movimenti di capitali a breve entro limiti «ragionevoli» (4). Gli interventi intesi a ridurre o eliminare i movimenti di capitale a breve e a far fronte alla parte non comprimibile, con conseguenze minime per le riserve monetarie, si svilupparono su tre fronti (5):

1) limitazione dei movimenti di capitale, sia con una manovra di sostegno del saggio di cambio a termine (6) sia coordinando la politica del saggio d'interesse nei vari paesi (7);

(4) Il termine «ragionevole» è piuttosto vago; intende significare una quantità tale che non crei disturbi importanti e cumulativi come, per esempio: a) forti movimenti nelle riserve monetarie quali sono pubblicate nei rapporti ufficiali; b) sconti nei cambi a termine di entità tanto pronunciata da porre in dubbio le parità monetarie e da spostare verso il mercato a pronti un largo volume di operazioni normalmente effettuate con copertura a termine; c) problemi seri per il paese ricevente, nella ricerca di misure atte a neutralizzare o sterilizzare l'afflusso di capitali.

(5) Cfr. la più completa lista delle misure equilibratrici descritte nell'*Annual Report* 1961 del Fondo Monetario, pp. 7-10.

(6) La politica di intervento nel mercato a termine non è cosa nuova. Keynes ebbe a raccomandare alla Banca d'Inghilterra d'intervenire sistematicamente in modo che temporaneamente i saggi di interesse potessero essere differenti, in misura sostanziale, nei vari centri finanziari. Secondo lui, si sarebbero dovuti impiegare due strumenti, in aggiunta al tasso di sconto: cambiamento nel prezzo di acquisto e di vendita dell'oro entro margini (piuttosto ampi) del 2%; e fissazione del cambio nel mercato a termine (vedasi *A Tract on Monetary Reform*, 1923, Cap. V, sez. 3ª e pp. 132-139; e *A Treatise on Money*, 1930, Cap. XXXVI, sez. 3ª). La sua discussione però era basata completamente su considerazioni riguardanti l'arbitraggio sul saggio d'interesse; e prescindeva da speculazioni sulle parità di cambio. Le illustrazioni del Keynes riguardano il caso di un centro finanziario che desidera aumentare il divario fra il suo saggio d'interesse a breve e quello prevalente in un altro centro finanziario, senza procurare aumenti o diminuzioni nelle sue riserve auree. Le situazioni descritte in questo articolo differiscono per il loro contenuto fortemente speculativo.

Gli Stati Uniti sono intervenuti nel mercato a termine dei cambi piuttosto che decidersi ad aumenti del saggio d'interesse a breve. Aumenti del genere avrebbero acuito le differenze di tasso già esistenti fra gli Stati Uniti, da un lato, e la Germania e la Svizzera dall'altro. Questi paesi, si noti, avevano due ordini di tassi per i depositi a breve: uno per residenti, l'altro per stranieri. La Svizzera in alcuni periodi applicò tassi negativi sui depositi esteri.

(7) Non è compito di questo articolo trattare della coordinazione dei saggi d'interesse. Non ci sono stati in proposito importanti nuovi sviluppi negli anni recenti; anzi si può dire

2) finanziamento dei movimenti di capitale, integrando le riserve internazionali dei paesi di deflusso con prestiti dei paesi di afflusso — cioè, reimmettendo in circolo riserve — e con tiraggi sul Fondo Monetario;

3) finanziamento dei movimenti di capitali con la creazione di riserve aggiuntive idonee ad integrare l'oro nella copertura di disavanzi della bilancia dei pagamenti.

Le misure maggiormente note al pubblico per ciò che riguarda il mercato a termine sono quelle adottate nel 1961-62 dagli Stati Uniti, congiuntamente con le autorità monetarie di altri paesi, per sostenere il saggio di cambio a termine del dollaro (8). Quando infatti lo sconto per il dollaro a termine avesse superato il costo (interesse) di un prestito in dollari, un esportatore verso gli Stati Uniti che fatturava in dollari (per esempio, un esportatore tedesco) avrebbe trovato conveniente ottenere a prestito sulla piazza di New York o sul mercato dell'euro-dollaro un importo uguale al fatturato per venderlo a pronti contro marchi tedeschi e così coprire il suo credito in dollari. Questa operazione — acquisto a pronti di marchi con dollari presi a prestito — gli avrebbe assicurato la stessa

che si è riusciti ad agire in modo più coordinato nei riguardi del mercato dei cambi a termine.

Stati Uniti e Regno Unito, i due grandi paesi con difficoltà valutarie, negli ultimi anni hanno adottato politiche un po' differenti. Gli Stati Uniti hanno cercato di mantenere stabile il tasso d'interesse a lungo termine e di aumentare nel contempo il saggio a breve: obiettivo modesto, inteso a rallentare la fuga di capitali. Il Regno Unito, invece, ha mantenuto tassi d'interesse piuttosto alti, specialmente dopo l'aumento nel tasso di sconto, portato al 7% nel 1961. Con ciò ha cercato di scoraggiare la speculazione contro la sterlina e incoraggiare l'afflusso di capitali. La Svizzera e la Germania, che hanno ricevuto ingenti quantitativi di capitale speculativo, corrispondono saggi d'interesse molto bassi, e a volte negativi, sui capitali a breve di non residenti, per quanto la Germania abbia cercato di aumentare i tassi durante un periodo (1960) d'afflusso di capitali dall'estero.

Nel 1961 e 1962 gli Stati Uniti continuarono a fornire grandi capitali a breve ed a lungo termine, in parte per effetto della loro politica del saggio d'interesse. Come ebbe ad osservare la Federal Reserve Bank di New York, « in molti paesi che accusano notevoli eccedenze nei pagamenti, il deflusso di capitali è stato frenato dall'esistenza di alti saggi d'interesse e dal mantenimento di controlli diretti... resta ancora molto da fare, perciò, per ridurre simili restrizioni e per mettere in equilibrio i saggi d'interesse nei maggiori paesi industriali » (FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, *Annual Report*, 1962, p. 34).

(8) Uno studio recente nota che « durante periodi di speculazione la Banca d'Inghilterra non ha sostenuto il mercato a termine », e che specificamente nell'estate del 1961, quando la sterlina si trovava sotto forte pressione, « non c'era dubbio che la Banca d'Inghilterra stava sostenendo attivamente la sterlina nel mercato a pronti... ma non c'era nessuna indicazione di sostegno ufficiale nel mercato a termine ». J. L. STRAIN, *The Nature and Efficiency of the Foreign Exchange Market*, Princeton Essays in International Finance, n. 40 (1962), pp. 37-42.

protezione di una vendita a termine di dollari, ma con costo più basso. Quando poi lo sconto sul dollaro a termine si riduceva, la copertura commerciale tornava a farsi sul mercato dei cambi a termine. Analogamente, gli speculatori trovavano allora più conveniente usare il mercato a termine che non il mercato a pronti. In tal modo sostenere il tasso a termine significava alleggerire la pressione sul cambio a pronti, e ridurre o perlomeno ritardare il deflusso di capitali e di oro.

Le divise usate, od occorrenti per siffatti interventi si ottennero in tre modi diversi. In primo luogo, accordi per « swaps » (riporti in divisa) per un ammontare complessivo (sino al 17 gennaio 1963) di \$1,1 miliardi vennero conclusi dagli Stati Uniti con le autorità monetarie di altri paesi. Tali accordi permettevano ai paesi contraenti di tirare sulla somma disponibile per operazioni di conversione fra dollari e altre divise (principalmente marchi tedeschi, franchi svizzeri, fiorini e lire), con l'intesa che l'operazione sarebbe stata rovesciata più tardi, generalmente entro un periodo di tre mesi. In totale i tiraggi hanno superato \$600 milioni (9). In secondo luogo, gli Stati Uniti acquisirono divise straniere a mezzo di prestiti diretti. Infine, essi richiesero ed ottennero, in varie occasioni, il rimborso (o il rimborso anticipato) di debiti di altri paesi in divise estere piuttosto che in dollari. Le autorità monetarie degli Stati Uniti acquisirono, per la prima volta, valuta estera convertibile nell'aprile del 1961; i saldi a disposizione raggiunsero un massimo di \$550 milioni nel giugno 1962; nell'aprile 1963 erano scesi a \$132 milioni (10).

Solamente in alcuni casi le divise estere sono state impiegate nell'acquisto di dollari a pronti per sostenere il saggio di cambio a pronti; per lo più esse sono servite a formare una massa di riserva da impiegarsi contro acquisti di dollari a termine. Di fatto, le operazioni a termine sono state di notevoli dimensioni. Gli impegni a termine in marchi tedeschi raggiunsero una punta di \$340 milioni nel giugno 1961 (11); quelli in franchi svizzeri un massimo di

(9) CHARLES A. COOMBS, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, in « Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review », marzo 1963, p. 39. Vedasi anche WILLIAM McCHESNEY MARTIN, Jr., *Monetary Policy and International Payments*, in « Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review », gennaio 1963, p. 13.

(10) U.S. TREASURY DEPARTMENT, « Treasury Bulletin », maggio 1963, p. 79. Sono comprese le attività del Tesoro degli Stati Uniti e del Federal Reserve System.

(11) « Federal Reserve Bulletin », settembre 1962, p. 1141.

\$153 milioni nel novembre 1961 (12). In totale le operazioni a termine in marchi tedeschi, franchi svizzeri, fiorini olandesi e lire italiane durante i 14 mesi terminati nel maggio 1962 sommarono a circa \$1,5 miliardi (13). Alcuni di questi impegni furono lasciati scadere, altri furono liquidati con valuta estera presa a prestito, ed il rimanente (in particolare alcuni impegni in marchi tedeschi) fu liquidato con valuta estera acquistata sul mercato libero.

Le operazioni a termine in dollari hanno anche avuto l'effetto di impedire la conversione in oro di alcuni saldi in dollari da parte di enti ufficiali. La Bundesbank, la Banca d'Italia e la Banca Nazionale Svizzera, a loro volta, conclusero operazioni di « swap » con banche commerciali dei rispettivi paesi, generalmente vendendo dollari contro monete nazionali a pronti e stipulandone contemporaneamente il riacquisto a termine a saggi convenienti per le banche commerciali. Con tali operazioni le Banche centrali europee si addossarono un rischio di cambio, rischio che in parte era condiviso dal Tesoro degli Stati Uniti (14). Un effetto laterale di questi accordi è stato quello di aumentare il flusso di dollari verso il mercato dell'euro-dollaro.

Senza dubbio, dette operazioni di cambio a termine impedirono forti movimenti di capitale e ridussero il processo di conversione in oro di ingenti saldi in dollari esistenti.

Allo stesso scopo potevano essere usate divise ricavabili da accordi di « swap » (accordi di reciproca concessione di divisa negoziati dagli Stati Uniti con le Banche centrali di altri paesi). Le due più importanti conseguenze di utilizzi di « swaps » sono state così descritte:

La Riserva Federale, quando utilizza un « swap », entra in possesso di valuta convertibile, che può fornire temporanee risorse per operazioni nel mercato dei cambi. Più comunemente, la Riserva Federale può acquistare da una Banca centrale i dollari eccedenti quelli che detta Banca ordinariamente terrebbe, così assorbendo o rastrellando questi dollari per il periodo del « swap ». Tale operazione lascia inalterati i saldi in dollari del paese estero, ma sostituisce dollari venduti a termine alla Riserva Federale a dollari completamente disponibili senza copertura di cambio. Di conseguenza l'uti-

(12) « Federal Reserve Bulletin », settembre 1962, p. 1144.

(13) I.M.F., *Annual Report*, 1962, p. 100.

(14) CHARLES A. COOMBS, *loc. cit.*, pp. 42-43.

lizzazione di « swaps » da parte della Riserva Federale può temporaneamente evitare che i saldi in dollari non impegnati delle Banche centrali di altri paesi superino quel livello al quale diventerebbe probabile la conversione in oro (15).

La Banca Nazionale Svizzera ebbe occasione di spiegare che queste operazioni permettono alle banche centrali di mantenere una parte delle loro riserve in dollari con copertura a termine e fanno così cadere la necessità di conversione dei dollari in oro (16).

Oltre che attraverso le operazioni « swap » compiute dalla Riserva Federale e da Banche centrali di altri paesi, il Tesoro degli Stati Uniti è riuscito a ridurre i saldi in dollari posseduti all'estero mediante la vendita ad altri governi di titoli, note e certificati speciali, non negoziabili. Alla fine del maggio 1963 queste emissioni avevano raggiunto un totale di \$1.238 milioni, di cui \$608 milioni in titoli stilati in dollari e \$630 milioni stilati in monete diverse dal dollaro. Cinque paesi avevano sottoscritto titoli stilati nella loro moneta (17):

Austria	\$ 25 milioni
Belgio	\$ 30 »
Germania Occidentale	\$200 »
Italia	\$200 »
Svizzera	\$175 »
<i>Totale</i>	<i>\$630 milioni</i>

Nelle emissioni in moneta diversa dal dollaro le scadenze variano dai sei mesi ai due anni; il saggio di interesse oscilla tra il 2 e il 3,27%; le facoltà di riscatto sono molto flessibili. I titoli stilati in dollari con scadenze fino ai sei mesi possono essere riscattati, a scelta dal possessore, con due giorni di preavviso. Le più ingenti emissioni di titoli espressi in dollari hanno una scadenza di quindici mesi e possono venir convertiti, con due giorni di preavviso, in titoli a tre mesi. La massima parte di questi titoli, stilati sia in dollari che

(15) CHARLES A. COOMBS, *loc. cit.*, p. 39. Vedansi anche: FEDERAL RESERVE BOARD, *Annual Report*, 1962, pp. 39-44 e FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, *Annual Report*, 1962, pp. 30-34.

(16) *Rapport*, 1962, p. 4.

(17) « Daily Statement of the U.S. Treasury », 31 maggio 1963.

in valuta estera, con scadenza superiore ai tre mesi, sono convertibili in titoli dello stesso tipo con scadenza a tre mesi previo avviso di due giorni. Questi ultimi, a scelta del possessore, sono riscattabili con due giorni di preavviso.

III

I dettagli tecnici di queste operazioni finanziarie sono piuttosto complessi e differiscono da un accordo all'altro. Per gli scopi di questo articolo, è più utile analizzare il significato di queste operazioni per il regime a cambio oro.

Gli Stati Uniti hanno attribuito a questa rete di accordi « swap » lo scopo di provvedere i mezzi per « combattere gli attacchi speculativi contro il dollaro o per attutire quei perturbamenti di mercato che minacciano di diventare pericolosi » (18). Tale dichiarazione è talvolta interpretata nel senso che la difesa del dollaro può essere fatta con maggiore efficacia utilizzando monete straniere piuttosto che oro (19). Una simile interpretazione è corretta solo nella misura in cui le operazioni in valute estere possono ridurre sia i deflussi di oro che le oscillazioni del cambio entro i margini segnati dai punti dell'oro; in caso diverso, è suscettibile di serie obiezioni.

Le operazioni in cambi a termine rappresentano per le autorità monetarie degli Stati Uniti un campo di attività relativamente nuovo. È ovvio che per acquistare dollari a termine gli Stati Uniti debbono disporre, o aver modo di disporre, delle valute estere che eventualmente dovranno consegnarsi a 90 giorni. La negoziazione di « swaps », di prestiti o di aperture di credito (*stand-by*) serve a questo scopo. Alternativamente gli Stati Uniti dovrebbero acquistare

(18) WILLIAM McCHESNEY MARTIN, J., *Monetary and International Payments*, in « Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review », gennaio 1963, p. 13.

(19) Il Tesoro degli Stati Uniti s'è impegnato a comprare e vendere oro in quantità illimitata da o ad autorità monetarie di altri paesi per usi monetari legittimi, al prezzo di \$ 35 l'oncia, più o meno una commissione (spese di gestione) di $8\frac{3}{4}$ centesimi di dollaro per oncia (0,25%). Il costo del trasporto dell'oro da Londra a New York è di circa 12 centesimi di dollari per oncia. La Banca d'Inghilterra compra e vende dollari entro un margine dello 0,75% sopra o sotto la parità, che corrisponde pressapoco ai punti oro degli Stati Uniti. Il margine potrebbe venire ridotto se le autorità monetarie degli Stati Uniti operassero nel suo ambito, comprando e vendendo divise estere; ma non potrebbe essere aumentato da tali operazioni. Una riduzione del margine si potrebbe anche ottenere riducendo la commissione per l'operazione in oro, procedimento peraltro meno flessibile.

divise con vendite a pronti, o a termine, di oro. Così i prestiti e i « swaps » sono surrogati di vendite di oro. La rete di accordi finanziari non serve tanto alla difesa del dollaro quanto alla difesa delle riserve auree degli Stati Uniti.

Dal punto di vista del regime a cambio oro, le riserve mondiali aumentano quando gli Stati Uniti entrano in possesso di valute estere utilizzando « swaps » (20) e prestiti o riscuotendo crediti. Esse restano al più alto livello così raggiunto sino a quando gli Stati Uniti rimborsano ai vari paesi le rispettive valute (21). Procedendo in tal modo non si usa oro, per così dire lo si « economizza ». Ciò deriva dalla pratica generale di tutti i paesi di misurare e registrare le riserve internazionali nella loro entità lorda, considerando cioè come riserva certe categorie di attività liquide senza riguardo alle passività liquide di contropartita.

I titoli degli Stati Uniti stilati in dollari, o in altre monete, sostituiscono altre attività in dollari (per esempio, depositi a vista e vincolati, accettazioni bancarie, ecc.), e quindi non influiscono sul totale mondiale delle riserve internazionali. I titoli stilati in dollari presentano però per il possessore due vantaggi nei confronti di titoli acquistati sul mercato aperto: sembrano offrire un saggio di interesse leggermente più favorevole e inoltre, cosa più importante, il loro prezzo non oscilla necessariamente con le variazioni del tasso d'interesse di mercato.

I titoli espressi in monete diverse dal dollaro rappresentano un nuovo tipo di riserva internazionale. Non sono nè oro nè dollari. Sono protetti contro una svalutazione del dollaro, ma non con una garanzia in oro. Essi non beneficiano di profitti di rivalutazione nel caso che il contenuto aureo delle varie monete venisse a cambiare in misura uniforme. Dal punto di vista degli Stati Uniti, questi titoli sono un surrogato dell'oro; dal punto di vista dei loro possessori, sono da preferirsi al dollaro. Le emissioni di titoli espressi in moneta diversa dal dollaro sono andate aumentando nei mesi recenti tanto in maniera assoluta che in relazione al deflusso d'oro dagli Stati Uniti, come indicano le seguenti cifre (22):

(20) I « swaps » di moneta contro moneta aumentano le riserve monetarie di ambedue i paesi.

(21) O fino a quando i paesi terzi, ai quali gli Stati Uniti le abbiano trasferite, le rimettono in pagamento ai paesi di origine.

(22) Per il deflusso d'oro, v. I.M.F., « International Financial Statistics »; per la consistenza titoli, v. « Daily Statement of the United States Treasury ».

	1962 3° trim.	1962 4° trim.	1963 primi 5 mesi
(in milioni di dollari)			
Aumento della consistenza titoli emessi in monete diverse dal dollaro .	75	149	331
Deflusso d'oro dagli Stati Uniti . .	555	25	220 (stima)

A dire di una banca commerciale « i programmi del Tesoro per future operazioni di questo genere indicano che le vendite di titoli siffatti diventeranno uno strumento d'importanza sempre maggiore nella difesa del dollaro e della posizione internazionale degli Stati Uniti. Il Tesoro degli Stati Uniti informa, inoltre, di avere negoziati in corso con quasi ogni paese che ebbe a convertire in oro le sue eccedenze in dollari durante il 1962 » (23). Seppure non ci sia una conferma ufficiale di queste dichiarazioni, è chiaro che esse sono in armonia con gli indirizzi recenti del Tesoro americano.

IV

Varie proposte sono state avanzate negli anni recenti che apporterebbero ulteriori cambiamenti nella prassi tradizionale del regime a cambio oro. Reginald Maudling, Cancelliere dello Scacchiere del Regno Unito, ha proposto, durante la riunione annuale del Fondo Monetario, nel settembre 1962, la creazione di un « Fondo Comune Divise » (*Mutual Currency Account*) (24). Robert Roosa, sottosegretario del Tesoro degli Stati Uniti, ha dichiarato che gli Stati Uniti sarebbero disposti, in linea di principio, a mantenere divise estere fra le loro riserve internazionali (25); con ciò implicitamente suggeriva agli altri grandi paesi industriali di integrare le loro riserve in dollari e sterline con riserve in altre monete convertibili (26). Numerose proposte sono state pure avanzate di trasfor-

(23) FIRST NATIONAL BANK OF CHICAGO, « Business & Economic Review », maggio 1962. Solo pochi paesi hanno raggiunto 25 milioni di dollari nei loro acquisti di oro dagli Stati Uniti nel 1962: Austria, Belgio, Francia, Spagna, Svizzera, Regno Unito, Libano. Vedasi « Federal Reserve Bulletin », aprile 1963.

(24) « Summary Proceedings », 1962, pp. 67-68.

(25) v. di ROBERT ROOSA: *Adding Foreign Exchange to Our Gold Reserves*, in « Commercial and Financial Chronicle », 31 maggio 1962, pp. 12-13; *Assuring the Free World's Liquidity*, in « Business Review » della Federal Reserve Bank di Filadelfia, settembre 1962 (Supplemento).

(26) Roosa ha parlato di un « sistema nel quale i vari paesi mantengono attività nelle reciproche monete ». (*Adding Foreign Exchange to Our Gold Reserves*, cit., p. 13). Quando

mare l'attuale regime a cambio oro, basato su due valute chiave (dollari e sterline), in un regime a valute multiple di riserva, operante, cioè, con varie valute (27).

È utile esaminare tali proposte — le prime due non ancora completamente elaborate —, mettendole in relazione con il funzionamento attuale del Fondo Monetario, nonchè con le possibilità di ulteriori perfezionamenti previsti dall'Accordo di Bretton Woods. Si potranno così porre in rilievo le somiglianze e differenze che esse presentano sia fra di loro che rispetto al sistema del Fondo Monetario.

In base all'Accordo di Bretton Woods, il Fondo Monetario è un pool di divise dei paesi membri; un paese membro utilizza le risorse del Fondo (« tira ») facendosi dare la moneta che desidera in cambio della propria moneta; esso ha l'obbligo di ricomprare la propria moneta quando la situazione delle sue riserve migliora. La ricompera può effettuarsi con qualsiasi moneta giudicata convertibile dal Fondo, e cioè emessa da paesi membri che hanno optato per l'articolo VIII, ad esclusione delle monete di paesi membri che il Fondo già possiede in misura eccedente il 75% della quota.

In tal modo, per usare la terminologia ora in voga, il Fondo non è altro che una istituzione internazionale creata allo scopo di compiere operazioni « swap » tra paesi membri in qualsiasi direzione ed in qualsiasi moneta. Le operazioni devono essere automaticamente rovesciate quando migliori la posizione di riserva e, in ogni caso, in non più di 3-5 anni. Un tiraggio sul Fondo non è altro che un « swap » che permette ad un paese membro di com-

il Sistema di Riserva Federale autorizzò operazioni di mercato aperto in valute estere, rilevò che uno degli obiettivi era « creare un sistema grazie al quale, nel periodo lungo, saldi reciproci di valute estere possano contribuire a far fronte al fabbisogno di liquidità internazionale » (« Federal Reserve Bulletin », settembre 1962, p. 1151).

(27) Per esempio, v. F. A. LUTZ, *The Problem of International Liquidity and the Multiple Currency Standard* (« Princeton Essays in International Finance », n. 41, 1963), la cui versione italiana è inclusa in questo fascicolo. Rilevava E. M. BERNSTEIN che « in un mondo in cui le principali riserve sono costituite da valuta è meglio avere due centri di riserva piuttosto che uno, purchè tutti e due i centri siano forti. Quando soltanto una moneta viene usata come moneta di riserva, se c'è una fuga da essa, è molto probabile che ci si rivolga verso l'oro; invece, se le monete di riserva sono due, parte della fuga da una delle due monete si riverserebbe verso l'altra moneta... L'economia mondiale funziona molto meglio quando due o più centri di moneta di riserva sono così forti che l'uno riesce a controbilanciare in modo notevole le fluttuazioni economiche aventi origine nell'altro ». (v. *International Effects of U.S. Economic Policy*, in « Study Paper », n. 16, per il Joint Economic Committee, 86° Congresso, 2ª Sessione, 1960).

prare valuta di un altro paese membro, pagando con la propria moneta; la ricompera liquida il « swap », perchè il paese membro deve ricomperare la sua moneta pagando in oro o in altra divisa accettabile dal Fondo, non necessariamente nella moneta originariamente acquistata. Queste operazioni sono multilaterali in due sensi: in primo luogo, è richiesto l'accordo della maggioranza dei membri del Fondo per ogni tiraggio (28); in secondo luogo, l'obbligo di ricompera può essere soddisfatto sia dal paese che ha « tirato », sia da altri paesi membri che ne comprino la moneta.

Il Fondo può compiere « swaps » per grossi importi, sino a raggiungere frazioni notevoli del totale delle quote dei paesi membri, pari a \$15 miliardi. Considerando che il Fondo può aumentare le quote (29) e integrare le sue risorse usando dei suoi vasti poteri di ricorso al credito (30), si può dire che esso è in grado di effettuare « swaps » per importi virtualmente illimitati — purchè soltanto esista la volontà di certi membri di tirare e la volontà di altri membri di finanziare i disavanzi delle bilancie dei pagamenti dei primi.

Giova notare che il Fondo non è stato creato come banca internazionale operante soltanto in monete chiave. L'Accordo di Bretton Woods avrebbe potuto limitare le operazioni del Fondo soltanto ai dollari e alle sterline o, forse, a poche altre monete principali. In tal modo i paesi membri avrebbero potuto depositare solo queste monete presso il Fondo per poi effettuare reciproci pagamenti a mezzo di cheques tratti sui rispettivi depositi; e, come oggi, avrebbero potuto prendere a prestito dollari, sterline e altre monete importanti. Sotto certi aspetti, le differenze tra questa concezione del Fondo e quella effettivamente adottata a Bretton Woods sono di natura formale; ma sotto altri importanti riflessi sono sostanziali.

Sino al 1958 il Fondo operava quasi esclusivamente in dollari: tiraggi e rimborsi avvenivano quasi completamente in dollari (31).

(28) Ufficialmente il Fondo funziona sulla base di votazioni ponderate. Ogni membro, a parte piccoli dettagli, ha un numero di voti proporzionale alla grandezza della sua quota. Il conteggio formale dei voti è però raro. Si veda, per un esame dell'organizzazione e dei metodi operativi del Fondo, A. G. B. FISHER, *The Political Framework of an International Institution*, in « Manchester School of Economic and Social Studies », maggio 1962, pp. 132-139.

(29) L'Accordo prevede (art. III, sez. 2^a) che « il Fondo dovrà, ad intervalli di 5 anni, riesaminare le quote dei paesi membri e, se lo ritiene opportuno, proporre cambiamenti ».

(30) Un esempio di tali poteri sono i 6 milioni di dollari ottenuti in base al « General Arrangements to Borrow » (1962). La Svizzera sta per associarsi a tale Accordo con un contributo di \$ 200 milioni.

(31) Il 90% del totale dei prestiti di \$ 2,9 miliardi nel periodo 1947-58 venne fatto in dollari degli Stati Uniti.

Da allora il Fondo ha fatto uso sempre maggiore di monete diverse dal dollaro nel finanziare tiraggi; la parte in dollari è così diminuita: 75% nel 1958, 77% nel 1959, 53% nel 1960, 33% nel 1961. Nel febbraio 1961 le monete dei principali paesi industriali vennero formalmente dichiarate convertibili ai sensi dell'articolo VIII dell'Accordo del Fondo, il che ne ha reso possibile l'impiego nelle operazioni di ricompera. Nel 1962 solamente il 19% delle compere ed il 55% delle ricompere sono stati compiuti in dollari. La percentuale dei tiraggi in dollari sarebbe stata ancora più esigua se gli Stati Uniti avessero tirato sul Fondo per finanziare una parte del deficit della loro bilancia dei pagamenti, tiraggio che necessariamente avrebbe dovuto avvenire nelle principali monete europee.

Questa concezione del Fondo come pool di divise ha trovato attuazione nella « politica monetaria » adottata dal Fondo nei riguardi di tiraggi e ricompere (32). Tale politica si basa su due punti:

a) Sebbene un paese membro possa difendere la propria moneta nel mercato dei cambi usando qualsiasi altra moneta convertibile, generalmente a tal fine si usano esclusivamente o principalmente dollari o, nel caso di paesi dell'area della sterlina, sterline. Di conseguenza il Fondo interpreta in un senso multilaterale la clausola dell'Accordo di Bretton Woods secondo la quale un paese membro, il quale desideri comperare dal Fondo una moneta, deve provare « che ne ha bisogno per compiere pagamenti in quella moneta compatibili con le disposizioni dell'Accordo » (33). Un'interpretazione diversa sarebbe in disaccordo con le prassi valutarie di un mondo caratterizzato da condizioni di convertibilità. In tali condizioni un paese membro può usare qualsiasi moneta convertibile;

b) La scelta delle monete da usarsi nelle operazioni di tiraggio e rimborso dovrebbe, per quanto possibile, controbilanciare i movimenti di capitali sui mercati dei cambi, promuovendo così la stabilità dei cambi e rafforzando la struttura dei pagamenti internazionali. Ciò significa che, nei limiti del possibile, i paesi membri dovranno comprare (tirare) le monete che sono forti nei mercati dei cambi, e useranno nella ricompera le monete che sono deboli.

(32) I.M.F., *Annual Report*, 1962, pp. 36-41.

(33) Art. V, Sez. 3/a.

Il Fondo stesso ha così enunciato i suoi criteri generali:

«... Si è tenuto conto non solo della situazione della bilancia dei pagamenti e delle riserve del paese membro, la cui moneta è richiesta per tiraggi, ma anche dell'ammontare di tale moneta in possesso del Fondo. In pratica si è riscontrato che bisogna soppesare ognuno dei tre elementi indicati, con enfasi diversa a seconda di circostanze specifiche e, forse, principalmente a seconda dell'ordine di grandezza dell'operazione proposta.» (34).

L'applicazione di queste direttive implica, in casi specifici, valutazioni approfondite e talvolta molto difficili sulle posizioni di riserva di paesi particolari e sugli sviluppi delle relative bilancie dei pagamenti.

Le variazioni nelle posizioni creditorie dei paesi membri mostrano le conseguenze pratiche di questa politica del Fondo. Mentre nel dicembre 1959 la posizione creditoria degli Stati Uniti verso il Fondo ammontava a \$970 milioni (35), le disponibilità in dollari del Fondo avevano raggiunto, alla fine del febbraio 1963, il 74% della quota statunitense. Ciò era avvenuto perchè vari paesi membri avevano ricomprato le loro monete versando dollari in contropartita. Gli Stati Uniti erano così in posizione pressochè neutrale. Alla stessa data, invece, il Belgio, la Francia, la Germania, l'Italia, l'Olanda ed il Giappone avevano posizioni creditorie notevoli, in seguito agli acquisti delle loro monete effettuati da altri paesi membri.

Sebbene un paese membro possa usare, nell'attuale situazione di convertibilità, qualsiasi moneta convertibile per difendere la sua moneta nel mercato dei cambi, i paesi situati fuori dell'area della sterlina usano principalmente, od esclusivamente, dollari. È perciò necessario un ponte fra le valute diverse dal dollaro e dalla sterlina che i membri « tirano » dal Fondo e le valute che effettivamente usano sul mercato valutario. Tale ponte è costituito dalla possibilità che un paese membro, che tira, poniamo, lire italiane, ha di chiederne la conversione in dollari alle autorità italiane. Il paese membro, grazie al combinato effetto del « tiraggio » e della conversione,

(34) I.M.F., *Annual Report*, 1962, p. 38.

(35) Le disponibilità in dollari del Fondo erano inferiori di \$ 970 milioni ai \$ 3,1 miliardi depositati dagli Stati Uniti e corrispondenti al 75% della quota di \$ 4,1 miliardi, in seguito all'acquisto da parte di altri paesi membri di dollari con pagamento nelle loro rispettive monete.

ottiene dollari; le riserve ufficiali in dollari dell'Italia si riducono; lo stesso avviene per i saldi in lire in possesso del Fondo; e l'Italia acquisisce una posizione creditoria sul Fondo per importo pari a detta riduzione.

Una posizione creditoria sul Fondo fa parte della « tranche oro » di un paese membro. È noto che, per tiraggi entro i limiti della « tranche oro », un paese membro gode del cosiddetto « *overwhelming benefit of the doubt* », può cioè effettuare acquisti senza dar spiegazioni. Una posizione creditoria è ancorata ad una base aurea. Continuando nell'esempio, se l'Italia desiderasse, successivamente ad una svalutazione del dollaro, « tirare » una somma in dollari corrispondente alla sua posizione creditoria, otterrebbe più dollari di quelli precedentemente corrisposti per convertire le lire « tirate » dall'altro paese. In altri termini, l'Italia è protetta contro una svalutazione del dollaro. Una posizione creditoria nel Fondo ed un saldo in banca non sono la stessa cosa, anche se non tutte le differenze sono importanti; e l'uno e l'altra hanno certi particolari vantaggi.

È ora possibile un confronto più accurato delle operazioni del Fondo con quelle che propongono alcuni piani suggeriti per perfezionare il funzionamento del regime a cambio aureo.

Il Piano Maudling del « Mutual Currency Account » non è stato ancora pubblicato ufficialmente ma vari articoli ne hanno trattato (36). Soltanto i grandi paesi industriali potrebbero diventare membri del « Mutual Currency Account ». Le operazioni comincerebbero dal momento in cui il paese A, per esempio, acquistasse un credito sull'Account depositando moneta del paese B ottenuta nel mercato dei cambi dopo l'entrata in vigore del Piano. Il consenso di ambedue i paesi è richiesto per il deposito iniziale; infatti il paese A deve essere disposto a considerare il deposito come parte integrante delle sue riserve monetarie, mentre il paese B assume l'obbligo di mantenere il valore oro della sua moneta così depositata. L'operazione crea un saldo attivo che A può aggiungere

(36) « The Economist », 22 settembre 1962, pp. 1123-1124; *Mr. Maudling's Initiative*, in « The Banker », ottobre 1962, pp. 632-638; FRED HIRSCH, *International Credit-Needless Discord*, in « The Banker », novembre 1962, pp. 700-706, e SIR RALPH HAWTREY, *Too Little Liquidity or Too Much*, *ibid.*, pp. 707-712; *Back to the Keynes Plan, e Cold Shoulder for Maudling*, in « The Statist », 28 settembre 1962, pp. 874-875 e 889-890; PAUL BAREAU, *The Rooka Plan and the Maudling Initiative*, *ibid.*, 11 gennaio 1963, pp. 109-111.

alle sue riserve, ma non riduce le riserve in oro e in divise estere del paese B. Quando A volesse utilizzare detto saldo per far fronte ad un deficit della sua bilancia dei pagamenti non avrebbe che a rovesciare l'operazione con B, o a concordare con il paese C una analoga operazione. In questo secondo caso C depositerebbe moneta di A presso l'Account e A otterrebbe moneta di C o di altri paesi associati, secondo le sue necessità. Come risultato, la posizione creditoria di A sull'Account si estinguerebbe, e C subentrerebbe ad A come creditore per l'ammontare del suo deposito. Siffatte operazioni hanno natura e carattere multilaterale e sono reversibili in periodi relativamente brevi.

Un deposito nel « Mutual Currency Account » è utilizzabile nella misura in cui un depositante riesca a trovare un altro paese disposto ad assumerlo. Come si osserverà in seguito, è questo lo stesso problema che incontrerebbe un paese che volesse utilizzare saldi in divisa di cui fosse entrato in possesso sulla base del Piano Roosa o di altri accordi simili. Se il depositante A può usare il suo deposito in qualsiasi momento, senza difficoltà o limitazioni, e senza dover dare spiegazioni, il deposito è, per così dire, moneta legale internazionale. In tal caso, il deposito può essere usato nella stessa maniera in cui oggi sono usati i dollari, le sterline, e, con tecnica un po' diversa, le tranches oro nel Fondo Monetario Internazionale. Il dollaro e la sterlina hanno raggiunto lo status di moneta chiave per generale consenso. Tale status è un riflesso della possibilità dei possessori di dollari e sterline di utilizzarli in qualsiasi momento, a prescindere dalla circostanza che la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti o del Regno Unito sia in avanzo o in disavanzo. Per creare un analogo status per i depositi nel « Mutual Currency Account » saranno necessarie misure speciali, fra l'altro:

- 1) limitare l'entità dell'Account, cioè fissare limiti ai depositi nella moneta di ogni singolo paese membro, nonché alla posizione creditoria che ogni paese membro può essere obbligato ad assumere (37);
- 2) garantire in oro le monete depositate nell'Account; 3) assicurare in maniera più o meno assoluta che quando un depositante desidera utilizzare il suo saldo altri membri siano disposti ad accettarlo.

In sostanza, il « Mutual Currency Account » differisce dal Fondo Monetario Internazionale, in quanto il numero dei paesi

(37) Nella sua forma più semplice, tale limite da applicarsi ad ogni depositante è eguale all'ammontare massimo di monete degli altri paesi che può essere depositato.

membri è limitato, le sue dimensioni sono molto minori (38) e le sue operazioni hanno carattere meno multilaterale e maggiormente bilaterale. In entrambi, le posizioni di debito e credito sono legate all'oro. Il « Mutual Currency Account », per riuscire a dare la sicurezza assoluta che i depositi potranno essere utilizzati (cioè trasferiti) quando occorre, dovrà funzionare come il Fondo Monetario, il quale permette ad un paese membro con posizione creditoria di ottenere le divise che gli servono senza restrizioni o limitazioni.

Il « Mutual Currency Account » potrebbe forse operare in modo diverso dal Fondo, se restasse piccolo. Se diventasse grande, dovrebbe per forza operare come il Fondo Monetario, con un'analogia « politica monetaria » per tiraggi e ricompere.

Il piano Roosa, come è finora noto, parte dal presupposto che gli Stati Uniti, che già posseggono saldi in divise estere ottenuti con prestiti e « swaps », sarebbero disposti ad acquisirne per importi molto maggiori quando la loro bilancia dei pagamenti tornasse attiva. In base a tale piano, infatti, gli Stati Uniti accetterebbero divise estere, invece di oro o dollari, per importi considerevoli, anche se non precisati, in contropartita di future eccedenze di bilancia dei pagamenti. Correlativamente gli altri paesi sarebbero in grado di coprire con le loro monete parte dei disavanzi di bilancia dei pagamenti con gli Stati Uniti. La maggior parte degli altri paesi industriali dovrebbero comportarsi in maniera analoga e tenere fra le loro riserve una grande varietà di monete convertibili, eventualmente aumentando i loro saldi in dollari al di là dei livelli attuali ed aggiungendovi molte altre monete (39). Questi saldi reciproci in valuta accrescerebbero la liquidità internazionale. Se, per esempio, la Germania saldasse un deficit con altri paesi per metà in marchi tedeschi, le sue riserve in oro e dollari diminuirebbero soltanto della metà di quanto altrimenti sarebbe avvenuto, mentre i paesi in surplus aumenterebbero le loro riserve per metà

(38) Una cifra spesso menzionata per il complesso dei paesi membri è di \$ 1,5 miliardi. Tale cifra sarebbe indubbiamente soggetta ad aumentare se il « Mutual Currency Account » operasse con successo.

(39) Ci sono state varie altre proposte negli anni recenti volte ad aumentare il numero delle divise usate come riserva. Alcune implicano garanzie oro per le monete di riserva in possesso di autorità monetarie; in altri casi la garanzia oro non è prevista. Il Piano PostRUMA implica l'adozione di un sistema a valute multiple di riserva con garanzie oro e l'osservanza di determinate proporzioni fra riserve in oro e riserve in divise estere. Queste proporzioni possono venir cambiate di comune accordo di quando in quando, secondo le esigenze mondiali di liquidità.

in marchi tedeschi, e per metà in oro, dollari e sterline (40). (Rimane poi da discutere se ci saranno cambiamenti nelle misure correttive del deficit da parte della Germania, che può coprirne parte in marchi.)

Le operazioni compiute in base al Piano Roosa hanno, sotto molti aspetti, le stesse conseguenze delle operazioni con il Fondo Monetario. Consideriamo in primo luogo le operazioni « swap » (e cioè i tiraggi basati su accordi reciproci di valuta). I « swaps » sono bilaterali, ma un « swap » con qualsivoglia paese significa che gli Stati Uniti hanno negoziato, o intendono negoziare, « swaps » con altri paesi. L'entità dei « swaps » con i vari paesi non è stabilita isolatamente. C'è quindi, in queste transazioni bilaterali, un aspetto multilaterale. Il totale dei tiraggi sugli accordi « swap » ammontava a circa 600 milioni di dollari alla fine di gennaio 1963 (41), cioè alla metà circa del totale di \$1,1 miliardi che gli Stati Uniti avrebbero potuto ottenere dal Fondo Monetario sulla loro tranche oro, senza documentazione. Con ciò non si vuol dire che gli Stati Uniti avrebbero dovuto rivolgersi al Fondo. Particolari ragioni, di natura tecnica o di prestigio, possono aver consigliato l'utilizzo dei « swaps » a preferenza di tiraggi sul Fondo (42). Gli effetti economici sarebbero però stati praticamente gli stessi.

Lo stesso avverrà in periodi a venire quando gli Stati Uniti accuseranno un'eccedenza di bilancia di pagamenti e accetteranno divise estere a parziale copertura. Se questo finanziamento fosse fatto attraverso il Fondo Monetario, altri paesi, per esempio la Germania, ritirerebbero dollari dal Fondo e li trasferirebbero agli Stati Uniti; il Fondo terrebbe così i marchi tedeschi, che altrimenti sarebbero versati agli Stati Uniti. La differenza fra i due tipi di finanziamento — Piano Roosa e tiraggi sul Fondo — starebbe nel fatto che, col primo tipo, gli Stati Uniti avrebbero marchi tedeschi anziché una posizione creditoria nel Fondo. Se gli Stati Uniti

(40) Eccetto naturalmente il caso in cui i dollari fossero versati alle autorità monetarie degli Stati Uniti o a residenti degli Stati Uniti, e le sterline al Regno Unito.

(41) CHARLES A. COOMBS, *Treasury and Federal Reserve Exchange Operations*, in « Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review », marzo 1963, p. 39. Si tratta di un aggiornamento di un rapporto anteriore, pubblicato nel numero dell'ottobre 1962.

(42) Forse le autorità statunitensi hanno anche pensato che tiraggi importanti sui *swaps* non avrebbero inciso sulla facoltà degli Stati Uniti di tirare sul Fondo. È indubbio che la possibilità degli Stati Uniti di tirare sul Fondo senza dover dare spiegazioni, entro i limiti della tranche oro, è rimasta intatta.

considerassero la loro posizione creditoria nel Fondo (43) come parte delle loro riserve lorde, queste sarebbero perfettamente eguali nelle due ipotesi.

Per gli Stati Uniti saldi in marchi tedeschi sono forse un tipo di riserve preferibile ad una posizione creditoria nel Fondo? La differenza non è importante fin quando gli Stati Uniti abbiano un'eccedenza nella bilancia dei pagamenti (44). Può diventare importante se gli Stati Uniti, avendo un disavanzo nei conti con l'estero, desiderassero coprirlo con marchi tedeschi. Se infatti in quel momento anche la Germania si trovasse in posizione deficitaria, gli Stati Uniti potrebbero incontrare difficoltà a trasferire i loro saldi in marchi ad un terzo paese, che può desiderare di convertirli in un'altra moneta o usarli per comprare oro.

In simili condizioni, gli Stati Uniti, prima di spendere i marchi, potrebbero preferire consultare la Germania, ed anche altri paesi, per assicurarsi che pagamenti in marchi non creino difficoltà per la Germania. Pertanto, in circostanze del genere, l'incondizionata utilizzabilità del marco tedesco non può essere considerata come pacifica.

Nel Piano Roosa i paesi membri possono operare con riserve valutarie costituite da molte divise solamente nel caso che tutti i paesi associati agiscano d'intesa, come fanno ora collettivamente nel Fondo Monetario, oppure nel caso che gli Stati Uniti siano disposti ad agire unilateralmente, su larga scala, come fa il Fondo, con acquisti e vendite di monete diverse dal dollaro. Così, se la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è attiva, questi comprerebbero le monete dei paesi deficitari, presumibilmente nel presupposto che i deficit non saranno eccessivi e che col tempo verranno eliminati, se non addirittura rovesciati. D'altra parte, un deficit degli Stati Uniti sarebbe finanziato con le monete di paesi in surplus o con oro e dollari. Se gli Stati Uniti si comportassero diversamente, un paese che copra con la propria valuta un deficit della bilancia dei pagamenti potrebbe domani essere costretto ad usare le sue riserve in oro, dollari e sterline non solo per finanziare un deficit corrente, ma anche per pagare (cioè convertire) i suoi deficit precedenti. Di fronte a tale evenienza, esso può preferire

(43) Oppure la loro tranche-oro, la quale comprende la posizione creditoria.

(44) Si noti che il valore di una posizione creditoria nel Fondo si conserva nel tempo in termini d'oro. Ciò diventerebbe importante, nell'esempio fatto sopra, nel caso di una svalutazione del marco tedesco.

di finanziare i deficit, via via che sorgono, con i suoi saldi in oro, dollari e sterline, o con altre monete ottenute dal Fondo. Ciò potrebbe presentare il vantaggio di richiamare l'attenzione sulla necessità di correggere i disavanzi valutari a mano a mano che si presentano.

V

La capacità di creare attività a carattere internazionale e, di conseguenza, di accrescere la liquidità internazionale, implicita nei Piani Roosa e Maudling, e nelle varie proposte di regimi a valute multiple di riserva, non differisce dall'analoga capacità del Fondo. Questa capacità poggia fundamentalmente sulla disposizione dei paesi in surplus ad accettare che le loro eccedenze siano pagate totalmente o parzialmente con particolari tipi di cespiti, cioè con obbligazioni a breve, a medio o a lungo termine, stilate nelle monete dei paesi deficitari. I creditori possono tenere queste obbligazioni direttamente, oppure indirettamente, nella forma di obbligazioni di un'istituzione internazionale, le cui attività consistono, in tutto o in parte, in debiti dei paesi in deficit (45). Si può perciò dire che tutte le proposte tendenti ad aumentare od amministrare l'offerta di liquidità internazionale si basano su questa identità. Solo la combinazione degli strumenti usati cambia.

I « swaps » concordati dagli Stati Uniti negli ultimi due anni sono stati acquisti di moneta contro moneta, reversibili in tre mesi. Nel periodo più recente molti « swaps » sono stati oggetto di conversione; si è trattato, in definitiva, di uno scambio di monete straniere contro titoli a termine emessi dagli Stati Uniti, con scadenza fino a due anni, stilati in dollari o in altre monete.

I tiraggi sul Fondo non sono che « swaps » di moneta contro moneta; l'operazione è reversibile, per il debitore, in un periodo massimo che va dai tre ai cinque anni (46). Il Fondo, che possiede saldi in tutte le divise, agisce come un'entità indipendente; il totale del suo attivo e passivo non varia, anche se cambiano i paesi a posizione debitrice e quelli a posizione creditrice. Le riserve del paese che

(45) Per un panorama generale dei meccanismi creditizi impliciti in molti piani di miglioramento, o di riforma, del meccanismo finanziario internazionale, vedasi FRITZ MACHLUP, *Plans for Reform of the International Monetary System*, Princeton Special Papers in International Economics, n. 3, agosto 1962.

(46) Il creditore potrebbe, naturalmente, rovesciare l'operazione in qualunque momento lo ritenga necessario.

prende a prestito aumentano, dato che si tratta di valuta convertibile, e può anche darsi che aumentino le riserve del paese la cui moneta viene prestata (47).

Il Piano Maudling è un « swap » di una moneta contro un certificato di credito emesso dal « Mutual Currency Account ». Il M.C.A. in effetti agisce come un intermediario e non ha bisogno di fondi capitali propri. Il credito di un depositante è rappresentato da un certificato di deposito emesso dall'Account ma non è un credito verso l'Account. Il depositante non può ottenere oro o altre monete incassando il suo certificato presso l'Account. Ciononostante un depositante, che incorra in un deficit nella bilancia dei pagamenti, può in effetti trasferire la sua posizione creditoria ad altro paese membro che si trovi in surplus. Il vantaggio dell'Account per ciascun paese membro sta precisamente nell'impegno di tutti i membri ad agire in questo modo. Un altro vantaggio è l'esistenza della clausola oro che garantisce il valore dei certificati, a sua volta basata sull'impegno di ogni paese di mantenere il valore aureo della propria divisa depositata presso l'Account.

Una banca centrale supernazionale avente lo scopo di creare ed amministrare la liquidità internazionale assomiglia al Fondo Monetario quando scambia un cespite con un altro cespite; ma i cespiti della banca centrale (cioè le passività dei paesi membri) sarebbero probabilmente a lungo termine (48). I depositi dei paesi membri in tale banca centrale internazionale (cioè le passività della banca) potrebbero essere stilati in una moneta di conto a carattere internazionale (« bancor ») legata all'oro, ma dovrebbero essere convertiti in monete utilizzabili dai vari paesi in operazioni sul mercato dei cambi. Si noti che è così anche per la posizione creditoria di un paese membro nel Fondo Monetario.

(47) Solo in quanto tale paese ottenga una posizione creditoria nel Fondo (quando, cioè, il totale della sua moneta in possesso del Fondo Monetario è ridotto al disotto del 75% della sua quota) e l'includa nelle sue riserve.

(48) Varie proposte di questo tipo sono state avanzate negli ultimi anni. La più recente è quella di HAROLD WILSON, capo del partito laburista, che ebbe a suggerire che il Fondo Monetario Internazionale dovrebbe emettere certificati in oro, creatori di credito, da usarsi per « acquistare titoli governativi di qualsiasi paese, in modo da permettere a tale paese di aumentare le sue riserve auree e di espandere l'economia fino a quando ci siano risorse inutilizzate... I certificati sarebbero usati dal paese che li riceve per far fronte a deficit nella bilancia dei pagamenti. Il risultato sarebbe di aumentare la liquidità totale del mondo non sovietico, di eliminare la possibilità di scarsità di liquidità, e al contempo di sostenere la domanda » (« New York Times », 16 maggio 1963).

La similarità dei Piani Roosa e Maudling al Fondo Monetario Internazionale non significa che essi siano superflui. Piuttosto, pone in evidenza la coerenza e flessibilità dei meccanismi già in atto. I nuovi piani potrebbero creare difese più profonde, ma non per questo più vaste, della struttura finanziaria internazionale. Essi potrebbero funzionare con maggior efficacia nella sicurezza di avere alle spalle il sostegno del Fondo Monetario.

La rapidità con cui si giunse ad impegni per 900 milioni di dollari in difesa della sterlina con gli accordi di Basilea fu in parte dovuta all'intesa che si trattava di un finanziamento a breve termine, che poteva essere rifinanziato (come fu) con un tiraggio sul Fondo da parte del Regno Unito. Il prestito a breve di \$250 milioni concesso al Regno Unito nel primo trimestre 1963 da varie Banche centrali europee avrebbe potuto essere estinto nello stesso modo utilizzando la linea di credito del Regno Unito presso il Fondo (49). Larghe facilitazioni del medesimo tipo sono fornite dagli accordi in essere per operazioni « swap », in base ai quali ambedue i contraenti possono tranquillamente e rapidamente effettuare « tiraggi ». L'importanza di tali facilitazioni fu sottolineata a fine maggio 1963, quando l'ammontare dell'apertura di credito dollaro-sterlina fu aumentato da 50 a 500 milioni di dollari.

Riconoscere che il Piano Roosa ed il « Mutual Currency Account » di Maudling funzionerebbero in modo molto simile al Fondo rende possibile di utilizzarli (con o senza modificazioni) come una prima linea di difesa. È perciò possibile che l'integrazione delle loro operazioni con l'azione del Fondo accrescerebbe la sensibilità e la flessibilità del sistema nel suo complesso. D'altro canto, questi vantaggi si ridurrebbero di molto se gli stessi paesi si decidessero ad usare le risorse del Fondo con flessibilità, per piccoli come per ingenti importi, in concomitanza con l'uso di proprie risorse, e se risolvessero di considerare le loro posizioni creditorie nel Fondo come parte integrante delle loro riserve ufficiali. Se così fosse, la proliferazione di organismi e strumenti tecnici, aventi virtualmente gli stessi scopi, potrebbe essere fonte di inefficienza e di preoccupazioni di carattere politico.

OSCAR L. ALTMAN

(49) Vedasi in proposito i resoconti del « New York Times » del 24 aprile e del 3 maggio 1963. Attualmente il Regno Unito gode di una linea di credito di \$ 1 miliardo.