

Il sistema monetario internazionale (*)

I. Introduzione.

Libertà del commercio internazionale e stabilità dei cambi sono in generale riconosciuti obiettivi desiderabili di politica internazionale. La maggior parte dei paesi persegue però obiettivi interni — piena occupazione, tasso ragionevole di sviluppo e stabile livello dei prezzi — che ogni tanto possono mettere in pericolo i due obiettivi suddetti.

Poichè questi due obiettivi non si possono sempre e immediatamente raggiungere con gli strumenti che finora possediamo, e avendo la desiderata libertà persino ridotto il numero dei mezzi d'intervento, il possesso di riserve è diventato un'assoluta necessità per superare i periodi di deficit della bilancia dei pagamenti di singoli paesi.

II. Composizione tecnica delle riserve ufficiali.

Tre sono le componenti delle riserve:

a) oro;

Un paese può procurarsi l'oro soltanto producendolo, oppure «comprandolo» contro cessione di una parte del suo reddito nazionale.

(*) Nell'estate 1962 l'A., quale membro del Comitato monetario della C.E.E., fu pregato di mettere per iscritto alcune opinioni che aveva espresso nel corso di una seduta del Comitato. A questo scopo egli preparò un rapporto che servì poi al Comitato come base di una discussione protrattasi per parecchie sedute. Il presente articolo è una versione adattata e chiarita del suddetto rapporto originale, che non è mai stato pubblicato: la stampa ne ha resi noti alcuni passi, con commenti non sempre pertinenti.

L'A., pur facendo parte del Comitato monetario della C.E.E. e del Consiglio di direzione della Banca d'Olanda, in questo articolo esprime opinioni strettamente personali che non hanno alcuna relazione con la posizione del Comitato monetario o della Banca d'Olanda.

b) valute estere, quasi esclusivamente valute-chiave, in Europa Occidentale prevalentemente dollari;

Le valute estere di solito si ottengono contro cessione di una parte del reddito nazionale, anche se possono provenire da una importazione di capitale estero, tenuta in parte in una particolare forma liquida.

c) crediti, concessi per accordo internazionale e aventi pertanto carattere di «riserve condizionali». Questi accordi possono essere 1) multilaterali e istituzionali, come nel caso dei diritti di prelievo e degli accordi «stand-by» (linee speciali di credito) del F.M.I.; 2) multilaterali e occasionali, come nel caso di convenzioni di mutuo; 3) strettamente bilaterali.

I crediti e gli accordi «stand-by» si possono ottenere soltanto a certe condizioni e quindi sono sempre una parte «condizionale» delle riserve in valute estere.

La convenienza di una certa composizione delle riserve può variare a seconda che esse si considerino da un punto di vista strettamente bancario o come mezzi per raggiungere un obiettivo economico più generale.

III. Le riserve come «attività» delle banche centrali.

a) Oro.

Da un punto di vista bancario l'oro è desiderabile in quanto chi lo possiede è completamente libero di decidere riguardo alla sua utilizzazione. D'altra parte, esso ha l'inconveniente di essere ingombrante, di non fruttare interesse e di comportare qualche spesa.

b) Valute estere.

Sempre dal punto di vista tecnico, questa componente ha il vantaggio di essere facilmente trasferibile e di fruttare interesse, a cui tuttavia fa costantemente riscontro il rischio di una possibile svalutazione della moneta estera in termini di oro. Il creditore, a poco a poco o improvvisamente, può ritenere insostenibile questo rischio, e in tal caso si volgerà all'oro. La parte delle riserve costituita di valute estere consisterà quindi sempre di valute convertibili in oro, come il dollaro, o di valute di paesi con i quali si svolge il grosso del commercio, come nel caso dell'area della sterlina. Le

valute estere sono « vere » riserve nella misura in cui il possessore può decidere autonomamente del loro impiego, ma poichè nella determinazione del loro valore di scambio interviene sempre l'elemento fiducia sarà bene chiamarle riserve « fiduciarie ».

c) Diritti di prelievo, accordi « stand-by », ecc.

I crediti potenziali costituiscono una estensione delle riserve dei paesi debitori e sono come tali desiderabili. Poichè sono accordati nella valuta dei creditori o in oro, il debitore è soggetto ai rischi di cambio e perde anche una parte della sua autonomia, nel senso che la sua attività economica sarà attentamente esaminata e forse criticata. Infine, il fatto che alla scadenza il debito si dovrà rimborsare rende i crediti potenziali una aggiunta alle riserve esistenti utile soltanto in certe circostanze. Soprattutto per queste due ultime ragioni i crediti potenziali differiscono sostanzialmente dalle vere riserve: in ultima istanza, non sono altro che « surrogati ».

Le tre possibili componenti delle riserve presentano quindi aspetti completamente differenti per quanto riguarda libertà d'impiego, trasferibilità, redditività e rischi di cambio.

Inoltre, poichè alcuni di questi aspetti possono cambiare col cambiare delle condizioni sia giuridiche che economiche, motivi bancari di carattere puramente tecnico possono dar luogo a un cambiamento nella composizione delle attività delle banche centrali.

Attualmente per esempio, da un punto di vista bancario, il volume della componente b), valute estere, potrebbe essere considerato eccessivo per alcuni paesi europei.

Ma il desiderio di passare a un altro tipo di riserve per ragioni puramente bancarie può essere in contraddizione con l'aspetto economico generale della funzione e degli scopi delle riserve e della loro struttura.

IV. Gli aspetti economici generali della composizione delle riserve.

Con un prezzo fisso dell'oro, il volume di questa componente delle riserve è tecnicamente dato e il suo incremento non è in relazione con l'eventuale necessità di aumentare le riserve complessive. Questo aumento, se necessario, deve avvenire ricorrendo alle riserve in valute estere, ai diritti di prelievo, agli accordi « stand-by », ecc. Poichè queste componenti possono essere aumentate a volontà, la

loro creazione dev'essere regolata tenendone d'occhio la funzione socio-economica.

Ciò si può ottenere procurando di assicurare un lasso di tempo necessario per realizzare il miglior temperamento possibile tra obiettivi interni ed esteri, o per superare squilibri di breve durata che sono intrinsecamente reversibili.

Gli aumenti da un lato non dovrebbero essere tanto esigui da spingere i singoli paesi a ingiustificate politiche deflazionistiche, dall'altro dovrebbero limitarsi a dimensioni che non inducano spese inflazionistiche.

È impossibile stabilire quale debba essere il volume delle riserve mondiali nel loro complesso: tale volume dipende dalle ragioni per cui esse sono state accumulate e dai paesi dove si trovano. L'unica impostazione logica della questione è di considerare se il loro aumento o la loro diminuzione, o forse un passaggio dalle riserve in valute estere ai crediti a medio termine, o dai crediti temporaneamente limitati a qualche specie di riserva permanente è desiderabile dal punto di vista delle economie interne dei paesi debitori e creditori e dell'economia mondiale nel suo complesso.

Questo giudizio necessariamente soggettivo e, allo stato attuale delle conoscenze, ancora piuttosto controverso, sarà in molti casi in aperto conflitto con i principi della pura tecnica bancaria.

V. L'interdipendenza tra rischi bancari e considerazioni economiche generali.

Attualmente il possesso di valuta estera è a tutti gli effetti pratici limitato ai paesi non a valuta-chiave.

Ciò consente agli Stati Uniti (in quello che segue faremo astrazione dal Regno Unito) o di essere più inflazionisti di altri paesi — vivendo al di sopra dei propri mezzi — o di agire come un banchiere, esportando capitale a lungo termine e importando crediti a breve termine.

È ovvio che soltanto questa seconda possibilità è vantaggiosa sia agli Stati Uniti che agli altri paesi. Ed è altresì chiaro che questa funzione di banca può essere svolta solo finchè la posizione internazionale di liquidità degli Stati Uniti permette loro di ricorrere a questi indebitamenti a breve termine senza suscitare preoccupazioni nei loro creditori.

Queste preoccupazioni sorgono quando il persistere di cospicui deficit degli Stati Uniti suscita dubbi sulla capacità competitiva internazionale della loro economia e quindi sulla loro solidità come banchiere.

Una conversione in oro dei saldi in dollari può essere quindi conforme a oculati principi bancari. In queste circostanze, la funzione economica generale del diritto di convertire queste riserve di dollari diventa un mezzo di pressione per indurre gli Stati Uniti a ristabilire una situazione di equilibrio.

Poichè l'effettiva conversione in oro dei saldi in dollari potrebbe però essere contraria all'interesse generale non soltanto degli Stati Uniti, ma anche delle nazioni creditrici, queste ultime si trovano in possesso di un tipo di riserve che non conviene convertire in oro, ma che per ciò stesso presenta un forte rischio di cambio. In tempi di persistenti deficit dei paesi a valuta-chiave queste riserve in valute estere diventano quindi una « attività » molto scomoda. Ciò spiega perchè quando, in questi ultimi anni, sembrò necessario concedere ulteriori crediti agli Stati Uniti, si fece ricorso alle operazioni di *swap* (riporti su valute), mentre più di recente i crediti furono concessi nella valuta dei paesi creditori.

Queste misure ad hoc furono basate sulle seguenti considerazioni. Finchè l'entità e la durata della posizione deficitaria dei singoli paesi sono questioni aperte, i rischi tecnici delle riserve in valute estere possono giustificare qualche banca centrale creditrice a convertire in oro queste riserve, anche quando da un punto di vista socio-economico il movimento deflazionistico che può risultarne nel paese debitore, o la successiva speculazione contro la sua valuta potrebbero considerarsi nocivi non soltanto al paese debitore ma anche al resto del mondo.

Questo pericolo può essere minimizzato facendo ricorso a una forma di riserve fiduciarie in cui il rischio di cambio non è più sopportato dal creditore, come nel caso delle riserve in valute estere, ma dal debitore, come nel caso degli accordi « stand-by » e dei crediti a medio termine nella valuta del creditore.

In questo modo la pericolosa interferenza di considerazioni tecniche con esigenze socio-economiche è in gran parte evitata.

L'eliminazione di uno dei freni tecnici che ostacolano la illimitata creazione di credito può d'altro canto compromettere seriamente la resistenza internazionale all'inflazione.

In teoria le nazioni creditrici potrebbero continuare all'infinito ad accettare obbligazioni di pagamento che non presentano alcun rischio per il portatore. Ciò eliminerebbe ogni restrizione per i debitori, e porrebbe i creditori nella intollerabile situazione di dover scegliere tra il vivere sempre al disotto dei propri mezzi e l'accettazione dell'inflazione: alternative entrambe inaccettabili.

Qualche freno dovrebbe rimanere, e dovrebbe essere preferibilmente di carattere tecnico, tale che non si possa rimuovere senza lunghi negoziati. I freni tecnici però non dovrebbero essere tanto rigidi da impedire uno sviluppo delle riserve adeguato alla continua espansione del commercio e della produzione mondiali, oppure un lasso di tempo sufficiente a correggere gli squilibri senza seri danni.

VI. Recenti proposte degli Stati Uniti.

Gli Stati Uniti propongono di sostituire (in parte) i saldi in dollari dell'Europa Occidentale con obbligazioni a medio termine emesse nella valuta del creditore. Ciò eliminerebbe il pericolo per gli Stati Uniti di una massiccia e improvvisa conversione in oro di saldi in dollari e potrebbe lasciare agli Stati Uniti quel periodo di tempo durante il quale essi sperano di ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Il passaggio dalla componente *b*) alla componente *c*) delle riserve al paese creditore da un lato è gradito poichè elimina il rischio di cambio, dall'altro lo è meno perchè riduce la trasferibilità di queste riserve; per il paese in deficit attenua la pressione a ristabilire l'equilibrio.

La riduzione della trasferibilità non sembra molto importante, ed è in ogni caso risolta per quelle situazioni in cui la trasferibilità è veramente necessaria: se il creditore di una volta incorre in un deficit, le obbligazioni a medio termine possono essere riscantate presso la Riserva Federale.

La convenienza di rinunciare al diritto di immediata conversione in oro dipenderà interamente dal giudizio sulla efficacia delle attuali politiche degli Stati Uniti, intese a ristabilire l'equilibrio. Anche se vi è qualche dubbio sulla loro efficacia, l'attuale situazione economica degli Stati Uniti potrebbe sconsigliare di mettere a troppo dura prova le loro riserve di oro convertendo gli impegni esistenti e far rinviare la considerazione di questa possibilità all'anno prossimo (o forse ai due anni prossimi).

VII. Il carattere temporaneo degli accordi proposti.

La minaccia della conversione in oro sarà rimossa solo se si giungerà ad un accordo sia sul periodo di tempo per il quale si può accettare un deficit degli Stati Uniti, sia sulle dimensioni del deficit e di conseguenza sul giudizio riguardante l'efficacia delle politiche degli Stati Uniti.

Per il momento, l'accordo tra le nazioni creditrici sembra di carattere piuttosto negativo: sembra cioè che sia più o meno unanime l'opinione secondo cui in questo momento la conversione in oro dei saldi in dollari potrebbe costringere gli Stati Uniti o a una drastica deflazione o alla svalutazione, entrambe indesiderabili non soltanto per gli Stati Uniti ma anche per l'Europa Occidentale. Il carattere negativo di questo accordo impone che la sostituzione dei saldi in dollari con obbligazioni a breve termine sia temporanea. In tal modo la minaccia immediata alle riserve di oro degli Stati Uniti da parte dei saldi in dollari accumulati sarebbe rimossa, lasciando intatta l'esigenza di fondo degli Stati Uniti di ristabilire l'equilibrio. Questa esigenza è anche sottolineata da un rifiuto a coprire il deficit corrente con obbligazioni a medio termine per somme superiori agli esistenti saldi in dollari.

Questo carattere temporaneo degli accordi, necessario finché rimangono dubbi sulla posizione degli Stati Uniti nel prossimo anno, contiene un elemento pericoloso qualora quella posizione dovesse alla fine risultare soddisfacente (sic.).

Le obbligazioni a medio termine non sono considerate un elemento permanente delle riserve. Esse son destinate a scadere e a diventare un credito immediato sul Tesoro degli Stati Uniti. Se gli Stati Uniti dovessero temere una conversione in oro di questi crediti potrebbero cercare non solo di raggiungere l'equilibrio, ma anche di creare un surplus. In effetti, l'emissione di obbligazioni a medio termine li obbliga formalmente a cercare di creare un surplus. Un rapido passaggio degli Stati Uniti da paese debitore a paese creditore minaccerebbe non tanto le riserve dell'Europa Occidentale — riserve oggi piuttosto cospicue — quanto il suo *livello di occupazione*, a causa della diminuzione delle esportazioni e dell'aumento della concorrenza sul mercato interno, e il suo *ritmo di sviluppo*.

Come dimostrano le presenti difficoltà degli Stati Uniti, una situazione caratterizzata da riserve che diminuiscono e da disoc-

pazione richiede parecchio tempo per essere raddrizzata, e durante questo tempo il deficit permane.

Non sembrerebbe pertanto consigliabile che gli Stati Uniti, invece di ristabilire soltanto l'equilibrio, creino in breve tempo un considerevole surplus. L'eventualità comunque che ciò possa avvenire — nessuno sa in che modo si raggiunge una posizione di equilibrio — pone il problema se in via di principio lo stesso tipo di facilitazioni non debba essere esteso all'Europa Occidentale.

Dovrebbe peraltro essere ben chiaro che gli Stati Uniti, pur essendo formalmente tenuti a creare un surplus per il carattere temporaneo delle loro obbligazioni a medio termine, non devono temere una massiccia conversione in oro di queste obbligazioni una volta che abbiano raggiunto l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. In tal caso infatti è probabile che i paesi europei preferiranno rinnovare le obbligazioni anziché convertirle in saldi in dollari.

Una situazione del genere renderebbe le obbligazioni stilate nella valuta del portatore un elemento permanente delle riserve mondiali.

In queste circostanze, una volta rimosso cioè l'attuale squilibrio degli Stati Uniti, un cambiamento istituzionale nel sistema monetario potrebbe risultare conveniente.

VIII. La composizione delle riserve come problema di lungo periodo.

Sembra ragionevole supporre che il possibile aumento della massa di oro monetario non basterà da solo ad assicurare un adeguato livello delle riserve mondiali, anche in condizioni di relativa stabilità. Un certo aumento della componente fiduciaria delle riserve sarà sempre necessario. Sorgono quindi i seguenti problemi:

- a) In quale misura deve aumentare la componente fiduciaria?
- b) La componente fiduciaria deve consistere di una, due o più valute?
- c) In qual modo si può dotare il sistema di freni (automatici)?
- d) In qual modo si possono evitare le azioni giustificabili in base a criteri bancari ma ingiustificabili da un punto di vista economico generale?

a) *In quale misura deve aumentare la componente fiduciaria?*

Se attualmente l'oro non è sufficiente a coprire il fabbisogno mondiale di riserve, sembra ragionevole supporre che non lo sarà neanche in futuro. Se la componente fiduciaria dovrà rimanere invariata, diminuire o aumentare dipenderà dal volume globale delle riserve desiderabile in futuro e dalla produzione, uso industriale, tesoreggiamento o detesoreggiamento dell'oro.

Quando si ritiene che le riserve complessive siano adeguate alle esigenze del momento, il che equivale a dire che le attuali dimensioni della componente fiduciaria dovrebbero diventare permanenti, ogni necessario aumento delle riserve mondiali che non sia coperto per intero dalla produzione o dal detesoreggiamento dell'oro dovrebbe essere coperto con l'aumento della componente fiduciaria. Questo aumento è determinato dal deficit di un dato paese che non sia coperto per intero da perdite di oro (o di valuta che non sia né del paese creditore né di quello debitore).

b) *La componente fiduciaria deve consistere di una, due o più valute?*

Se dopo l'oro si potessero accettare soltanto i dollari, allora solo un deficit scoperto degli Stati Uniti potrebbe far aumentare la componente fiduciaria delle riserve. Ciò riprodurrebbe l'attuale differenziazione tra paesi a valuta-chiave e paesi non a valuta-chiave, per la quale gli Stati Uniti hanno fino a un certo punto, vale a dire fino al momento di una crisi, la possibilità di avere un deficit scoperto, mentre gli altri paesi devono sempre coprire immediatamente i loro deficit con una perdita delle riserve lorde.

Fino ad alcuni anni fa ciò ha portato gli Stati Uniti a vigilare sulla loro posizione nei pagamenti internazionali meno di qualsiasi altro paese industrializzato, forse con l'eccezione del Regno Unito, l'altro paese a valuta-chiave.

Almeno da questo punto di vista sembra dunque imprudente tornare di nuovo a tale sistema.

Se nell'interesse di un auspicabile aumento delle riserve mondiali fosse necessario mantenere scoperta una parte dei deficit dei vari paesi, sarebbe forse meglio ripartire in qualche modo questo scoperto tra tutti i paesi, o almeno tra quelli che hanno una parte considerevole nel commercio mondiale.

Potrebbe inoltre essere possibile introdurre tre valute-chiave: il dollaro, la lira sterlina e una terza valuta composita, che rappresenti tutte le monete dei paesi CEE.

c) *In qual modo si può dotare il sistema di freni (automatici)?*

Poiché ogni emissione di titoli fiduciari comporta sempre la possibilità di un'eccedenza di liquidità, il sistema o deve disporre di qualche freno automatico o deve essere manovrato con tanto rigore da impedire qualsiasi creazione inflazionistica di riserve.

Quest'ultima possibilità è contemplata nei noti piani del professor Robert Triffin (1), il quale vorrebbe che tutti i paesi depositassero le loro riserve presso una banca sovranazionale o presso il Fondo Monetario Internazionale, in un conto che si dovrebbe accreditare per i surplus e addebitare per i deficit. L'istituto sovranazionale nella sua qualità di banca dovrebbe tuttavia essere in grado di concedere crediti a un paese deficitario, accreditando sul conto di questo l'importo relativo. Tale accredito implicherebbe un aumento della parte fiduciaria delle riserve mondiali.

Il professor Triffin aveva limitato l'importo complessivo dei crediti concedibili ad una determinata percentuale delle riserve mondiali, facendo però della sua distribuzione una questione di politica bancaria. Questa politica sarebbe compito della banca sovranazionale o del Consiglio del Fondo Monetario Internazionale.

Sull'argomento esiste una vasta letteratura che in questa sede non richiameremo. Sembra chiaro però che il trasferimento di questa grave responsabilità all'ente sovranazionale costituisce in effetti un trasferimento di sovranità che i vari paesi non sono ancora disposti ad accettare.

Se non si vuole una forte direzione sovranazionale, l'alternativa consiste nell'assicurarsi che il sistema abbia in se stesso un numero sufficiente di freni automatici.

Il freno automatico ordinario per ogni situazione di deficit è quello che attraverso il deficit determina una perdita di riserve lorde. Così è sempre avvenuto nel caso di paesi non a valuta-chiave.

(1) Si vedano gli articoli di ROBERT TRIFFIN pubblicati in questa Rivista: *Il ritorno alla convertibilità: 1926-1931 e 1958?* (n. 45, marzo 1959, pp. 3-39); *La convertibilità di domani. Fini e mezzi della politica monetaria internazionale* (n. 47, settembre 1959, pp. 295-367); e *Fondo Monetario e liquidità internazionale. Replica a O.L. Altman* (n. 54, giugno 1961, pp. 196-215).

La gravità della minaccia incombente sul dollaro proveniva soprattutto dal trattamento asimmetrico riservato ai paesi a valuta-chiave. Finché gli Stati Uniti avevano un deficit moderato, i dollari erano accettati volentieri e mantenuti come riserve, per cui non veniva applicato alcun freno. Ma quando le dimensioni di questo deficit aumentarono, l'insieme dei saldi in dollari accumulati diventò una minaccia per le riserve di oro degli Stati Uniti, dando così origine a posizioni speculative molte volte maggiori delle somme complessive che tutte le banche centrali avrebbero mai presentato per la conversione in oro.

Il freno automatico per i deficit dei paesi a valuta-chiave, perciò, si trovava finora nel carattere di convertibilità della parte di riserve costituita da valute estere; queste si potevano convertire in oro se il creditore perdeva la fiducia nella valuta-chiave in suo possesso.

Se, in base a un nuovo sistema, tutte le valute dovessero per convenzione diventare fino a un certo punto valute di riserva, la mancanza di freni quando i deficit sono esigui e le gravissime minacce di conversione quando i deficit sono cospicui si dovrebbero evitare per due ragioni. In primo luogo perché la minaccia di convertire i saldi accumulati in una valuta dà origine alla speculazione; in secondo luogo perché la conversione, se effettuata, diminuisce il livello delle riserve mondiali ritenuto necessario.

d) *In qual modo si possono evitare le azioni giustificabili in base a criteri bancari, ma ingiustificabili da un punto di vista economico generale?*

Nell'Appendice si delinea uno schema che cerca di conciliare le due esigenze: quella secondo cui la parte fiduciaria delle riserve dovrebbe aumentare senza aumento dei rischi delle banche centrali; e quella che postula freni sufficienti a dissuadere tutti i paesi da spese inflazionistiche. In tale schema si propone di coprire una parte di qualsiasi deficit fornendo al paese creditore valuta del paese debitore.

Il resto del deficit, vale a dire la maggior parte, si dovrebbe coprire con una perdita delle riserve di oro e valute estere del paese debitore.

In tal modo si applicherebbe lo stesso tipo di freno che ora normalmente funziona nei confronti dei paesi le cui monete non rientrano fra le valute-chiave. Tutti i paesi sarebbero posti sullo

stesso piano, ma il freno non corrisponderebbe al 100% del deficit corrente, bensì ad una percentuale molto minore.

La soluzione ideale sarebbe di fissare questa percentuale in modo da assicurare il desiderato aumento delle riserve mondiali che non è dato dalla produzione o dal detesoreggiamento dell'oro.

Oggi nessuno può precisare il volume di riserve mondiali desiderabile in ciascun anno. La determinazione di quella percentuale sarà perciò sempre una questione di valutazione soggettiva e non dovrebbe essere cambiata troppo di frequente.

Supponendo che l'oro addizionale disponibile per le riserve, proveniente dalla produzione e dal detesoreggiamento netto, stia al desiderato incremento complessivo delle riserve come il volume delle riserve di oro dei principali paesi non a valuta-chiave sta alle loro riserve complessive, la componente fiduciaria dovrebbe mantenere lo stesso rapporto rispetto alle riserve complessive.

La parte fiduciaria delle riserve complessive dei paesi europei dell'OECD (esclusa la Svizzera) più il Giappone ammontava a metà del 1962 a circa il 40% delle riserve lorde complessive.

Allo scopo di mantenere costante questa percentuale, i deficit degli Stati Uniti dovrebbero essere coperti con oro e dollari nella proporzione di 60:40 fino a quando gli Stati Uniti non possiedono valute europee e fino a quando debbano costituire una componente fiduciaria delle riserve equivalente a quelle degli altri paesi partecipanti. Ogni deficit netto dell'Europa verso gli Stati Uniti potrebbe essere coperto in uno dei modi descritti nell'Appendice. Una volta stabilita una situazione di simmetria nella composizione delle riserve, i deficit e i surplus tra gli Stati Uniti e gli altri paesi partecipanti si dovrebbero liquidare in oro, in valuta del paese creditore e in valuta propria nella proporzione di 60:40:40. Tutte le liquidazioni reciproche tra i paesi extra-americani si dovrebbero fare allo stesso modo, non appena essi avranno sufficienti quantità di valuta di ciascuno degli altri partecipanti. Si rimanda di nuovo all'Appendice per la descrizione dei modi in cui tali paesi si possono procurare queste valute.

Quanto sopra significa che il freno sui deficit americani (vale a dire la perdita di riserve lorde) ammonterà inizialmente al 60%, percentuale che è maggiore di quella avutasi in effetti nel periodo postbellico. Per l'Europa il freno continuerà a variare fino a quando non si sarà raggiunta una posizione di completa simmetria. In una situazione del genere il freno funzionerà con un rapporto di almeno

5/7, e potrà superare questo limite in caso di eccezionali posizioni creditorie.

Se la percentuale proposta di oro è ritenuta troppo elevata, nel senso che se fosse applicata le riserve mondiali non avrebbero un sufficiente sviluppo, si dovrebbe ridurla (o aumentarla nel caso contrario).

Quale che sia la percentuale ritenuta sufficiente per lo sviluppo del volume complessivo delle riserve mondiali, c'è sempre il pericolo che alcuni paesi reagiscano allo stimolo del freno meno di altri, col risultato che alcuni paesi tenderanno ad essere inflazionisti mentre altri dovranno perciò ricorrere a misure deflazionistiche per impedire l'aumento del proprio livello dei prezzi.

(Questo è ciò che in effetti avviene adesso, forse principalmente perchè per le valute-chiave il freno è assente fino ai momenti di crisi.)

Bisogna tuttavia rendersi conto che, in qualsiasi sistema dotato di propri freni automatici (anche con il regime aureo puro) la politica di spesa inflazionistica è un atto di sovranità nazionale che rimane possibile fino a quando le riserve non si sono esaurite. Sembra pertanto che sia impossibile arrestare del tutto questa specie di fenomeno internazionale. Anche la creazione di una autorità monetaria sovranazionale non sarà una panacea poichè essa potrà influire sugli sviluppi già in corso, ma non sarà in grado di impedire spinte inflazionistiche di carattere monetario non autonomo. Sembra che questo si possa evitare soltanto con intense consultazioni internazionali.

La parte fiduciaria delle riserve, se deve avere carattere permanente, non dovrebbe suscitare preoccupazioni nelle banche centrali riguardo al valore finale di questi saldi in valute estere. Non è pensabile che le banche centrali vogliano mantenere considerevoli saldi in valuta estera senza essere perfettamente sicure che questi saldi non si svaluteranno nè rispetto all'oro nè rispetto alla propria valuta.

Con la recente introduzione del cosiddetto *Roosa paper* tale garanzia è data con la conversione dei saldi in dollari in obbligazioni a medio termine degli Stati Uniti, stilate nella valuta del creditore. Sembra però che non vi sia alcuna ragione perchè questo procedimento non si debba ridurre a sistema, in modo che una garanzia del genere si applichi reciprocamente a tutte le riserve convenzionali in valute estere in possesso di banche centrali.

IX. Conclusioni.

Ogni autorità monetaria, implicitamente o esplicitamente, ritiene pacifico che il volume del potere d'acquisto interno debba aumentare quando aumenta la produzione nazionale.

In campo internazionale è prassi comune attribuire una certa importanza al rapporto tra riserve internazionali e importazioni complessive. Queste ultime tendono ad aumentare quando cresce il prodotto nazionale.

Vi sono inoltre forti indizi per affermare che nei periodi in cui lo sviluppo delle riserve internazionali è restato persistentemente al disotto dello sviluppo della produzione mondiale, quest'ultimo è stato relativamente lento.

Nel dopoguerra l'aumento delle riserve mondiali in oro — componente *a*) — è restato considerevolmente al disotto dell'aumento della produzione e del commercio.

Dopo il 1949 le riserve complessive in oro — componente *a*) — sono aumentate soltanto dell'1,4% l'anno, mentre le riserve in valute estere — componente *b*) — sono aumentate del 6,1% l'anno. Inoltre, sono state create « riserve condizionali » — componente *c*) — per un ammontare due o tre volte maggiore dell'incremento del totale delle « vere » riserve.

Sebbene la creazione delle riserve condizionali abbia avuto in parte lo scopo di stabilizzare il sistema monetario internazionale sempre più instabile per lo sproporzionato aumento delle riserve fiduciarie rispetto all'oro, il fatto che tali riserve si debbano rimborsare in un tempo piuttosto breve ha dato origine a un nuovo elemento di instabilità.

Fino al 1957 i freni classici di uno squilibrio internazionale sul paese debitore non hanno fortunatamente funzionato poichè gli Stati Uniti, possedendo inizialmente oltre il 70% delle riserve auree mondiali, hanno potuto sopportare una certa perdita di oro come riduzione di una scorta quasi eccezionale. Ma ora i freni minacciano di inceppare di colpo l'intero sistema monetario.

Se la maggiore vulnerabilità del sistema monetario mondiale è la conseguenza di un bisogno di aumentare le riserve che si può soddisfare soltanto con persistenti deficit degli Stati Uniti, cambiamenti piuttosto radicali nel sistema s'impongono una volta che la minaccia di conversione è diventata imminente.

Si potrebbe ritenere conveniente proporre i cambiamenti istituzionali fino a quando non sia stato raggiunto qualche specie di equilibrio generale tra gli Stati Uniti e l'Europa. Ciò implica la necessità di ricorrere a palliativi e a soluzioni temporanee mediante la concessione di crediti a breve e medio termine. Questi ultimi tuttavia si dovrebbero alla fine incorporare nel sistema definitivo, altrimenti il loro rimborso creerebbe per se stesso nuovi squilibri e contrazioni.

INCREMENTO MEDIO ANNUO PERCENTUALE DELLE RISERVE UFFICIALI
1949-1962

<i>Tutti i paesi escluso il blocco comunista:</i>	
1. Oro	1,4
2. Valute estere ufficiali, al lordo (compresi crediti U.E.P.)	6,1
3. Oro e valute estere (1+2)	2,7
4. Riserve condizionali (posizione lorda F.M.I., accordi «swap» su una base «stand-by», titoli speciali del Tesoro degli Stati Uniti)	6,9
5. Riserve complessive condizionali e non condizionali (3+4)	3,5
<i>Esclusi anche gli Stati Uniti:</i>	
1. Oro	8,1
2. Valute estere ufficiali, al lordo (compresi crediti U.E.P.)	6,1
3. Oro e valute estere (1+2)	7,0
4. Riserve condizionali	10,1
5. Riserve complessive condizionali e non condizionali (3+4)	7,6

Fonti: « International Financial Statistics » del F.M.I.
« Monthly Review » della Federal Bank di New York.
« European Monetary Agreement », Quarta Relazione Annuale.

I cambiamenti radicali del sistema monetario non devono portare all'inflazione (o alla continuazione dell'inflazione). Perciò i freni « classici » non devono essere eliminati, ma attenuati.

Se si conviene che un aumento delle riserve mondiali non dovrebbe dipendere da una produzione di oro tecnicamente condizionata e comunque economicamente insufficiente, ma dovrebbe essere regolato con misure concordate in base a considerazioni economiche di carattere generale, un'ulteriore creazione di riserve non dovrebbe restare privilegio di uno o due paesi, lasciando che gli altri paesi debbano continuare a « comprare » queste riserve.

Ciò implica, da un lato, che la facoltà di creare nuove riserve dovrebbe diventare multilaterale, ma dall'altro, che nessuna valuta nazionale possa entrare a far parte delle riserve in valute estere senza un freno, senza cioè il pagamento di un'aliquota aggiuntiva di oro e valute estere. L'aliquota dovrebbe essere stabilita di comune accordo e diventare obbligatoria per un periodo di parecchi anni.

Coloro che sono contrari a cambiamenti del sistema monetario attuale o tradizionale non si rendono conto che il sistema attuale non è più quello tradizionale, poichè, pur sembrando formalmente immutato, esso cambia materialmente ogni giorno con una rapidità che è difficile individuare.

Anche a voler rimanere attaccati a decisioni empiriche, conviene sempre prendere queste decisioni nel contesto di un sistema coerente. Esse non si devono basare su considerazioni di sicurezza dedotte da criteri esclusivamente bancari, anche se queste non si devono trascurare, ma su considerazioni di carattere economico generale.

S. POSTHUMA

APPENDICE

Al fine di consolidare il sistema monetario internazionale è opportuno che le autorità monetarie dei principali paesi (1) raggiungano un'intesa sulla struttura delle loro riserve ufficiali per:

a) eliminare il rischio di massicce conversioni di dollari in oro;

b) assicurare la creazione di riserve fiduciarie internazionali nella misura in cui il ritardo della produzione dell'oro rispetto allo sviluppo del commercio mondiale rende desiderabile questa creazione non soltanto in caso di deficit ma anche in caso di surplus della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

In pratica questi accordi funzionerebbero, da un lato, limitando il diritto dei paesi extra-americani partecipanti di convertire dollari in oro; dall'altro assegnando alle valute di questi paesi, mediante opportuni accordi, la funzione, entro certi limiti, di valute di riserva.

Le parti I, II e III di questa Appendice prendono in considerazione un sistema chiuso senza « perdite », vale a dire senza cambi non ufficiali, senza « paesi terzi » e senza oro di nuova produzione mineraria: queste limitazioni saranno abbandonate nella Parte IV.

Nella Parte I si assumerà che i paesi extra-americani non tengono gli uni le valute degli altri e nei pagamenti reciproci non si

(1) Per esempio, i partecipanti all'Accordo di Parigi.

servono delle valute proprie. Le loro valute saranno usate solo come riserve nei confronti degli Stati Uniti. Nella Parte II queste limitazioni saranno abbandonate.

PARTE I

A) Il rischio di una massiccia conversione di dollari in oro sarà eliminato se i paesi extra-americani nel loro complesso saranno disposti a rendere permanente l'attuale rapporto oro-dollari delle loro riserve ufficiali lorde. Gli attuali possessori di dollari saranno disposti a rinunciare al diritto di conversione soltanto se:

- 1) sia garantito l'attuale corso delle loro riserve di dollari, e
- 2) gli eventuali rischi supplementari vengano ripartiti in modo ragionevole tra i partecipanti.

Il punto 2) implica una redistribuzione generale delle riserve ufficiali dei paesi extra-americani partecipanti e l'adozione di un rapporto uniforme tra oro e dollari.

Nella discussione che segue si ipotizza il rapporto 60:40, ma quello che si dovrà eventualmente adottare dipenderà: a) dall'effettiva proporzione tra oro e valute estere esistente nei paesi partecipanti al momento del riordinamento; b) da quali saranno i paesi partecipanti; c) dai tipi di crediti in dollari cui verrà assegnata la caratteristica di valute estere. Il rapporto così concordato può essere periodicamente riveduto.

Un rapporto uniforme tra oro e dollari nelle riserve ufficiali lorde dei paesi extra-americani partecipanti, una volta fissato, può essere *mantenuto* soltanto se i paesi interessati effettueranno, da quel momento in poi, i loro pagamenti reciproci in oro e dollari nella stessa proporzione. Anche i pagamenti e i trasferimenti con gli Stati Uniti si dovranno effettuare con lo stesso rapporto. Nel caso di ulteriori deficit, gli Stati Uniti potrebbero quindi liquidarli fino al 40% con dollari; il saldo dovrebbe essere liquidato con oro.

B) Nel caso di futuri deficit americani, il sistema ora descritto assicurerà la creazione di ulteriori riserve fiduciarie internazionali. Ma nel caso di surplus americani si potrà avere creazione di riserve internazionali soltanto se gli Stati Uniti saranno disposti ad accettare in parziale o totale pagamento dei loro surplus valute di paesi extra-americani il cui tasso di cambio sia garantito allo stesso modo dei saldi in dollari dei paesi extra-americani (cfr. A, 1).

Se si conviene di effettuare questi pagamenti interamente con le valute degli altri partecipanti — almeno finché la componente in divise delle riserve americane raggiunga il 40% delle riserve globali — sorge

la questione della proporzione da dare alle singole valute. Le possibilità che si presentano sono le seguenti:

1) Ogni paese extra-americano debitore paga con la propria valuta quella parte del suo deficit che si considera contropartita del surplus americano (2). A questa soluzione si può obiettare che: a) la composizione delle risorse di valuta estera degli Stati Uniti può sbilanciarsi nel caso di cospicui e persistenti deficit di determinati paesi; b) può essere necessario applicare qualche altro freno che limiti la facoltà dei paesi debitori di utilizzare questa soluzione, per esempio, stabilendo certi massimi annuali.

2) Queste obiezioni si possono evitare se gli Stati Uniti riceveranno un «paniere» formato con tutte le valute dei paesi extra-americani partecipanti, ripartite in base al rapporto delle riserve lorde di questi paesi in un determinato momento (3). I paesi debitori possono quindi pagare nella propria valuta soltanto la somma compresa nel «paniere» destinato agli Stati Uniti. Il resto dei deficit, che si considera contropartita del surplus americano, dovrà essere pagato con valute degli altri paesi extra-americani, che si dovranno acquistare dai vari paesi in cambio di oro e dollari.

Altri particolari.

Durante il periodo di liquidazione (4) le banche centrali intervengono — come fanno ora — in dollari sul mercato delle valute. Alla fine del periodo l'organo incaricato dei regolamenti determina, *sulla base delle variazioni dei saldi ufficiali in dollari*:

- a) il deficit o il surplus degli Stati Uniti;
- b) i deficit o i surplus dei singoli paesi extra-americani.

Nel caso di un *deficit americano*, la liquidazione è effettuata uniformemente con oro e dollari nel rapporto di 60:40.

Tecnicamente ciò significa che i paesi in surplus versano il 60% delle loro entrate in dollari all'organo di regolamento per la conversione in oro. I dollari così ricevuti sono impiegati per acquistare oro presso il Sistema della Riserva Federale.

(2) La parte del deficit di ogni paese che si considera contropartita del surplus americano corrisponde alla quota di partecipazione del surplus americano alla somma di tutti i surplus. Essa perciò *non* indica l'effettivo deficit bilaterale rispetto agli Stati Uniti. Se, per esempio, gli Stati Uniti hanno un surplus di 50 e gli altri paesi creditori presi insieme un surplus di 100, allora un terzo del deficit di ciascun paese debitore è la quota che si considera contropartita del surplus americano.

(3) Per esempio, all'inizio del periodo di liquidazione.

(4) Il periodo di liquidazione, per esempio, potrebbe durare tre mesi.

Nel caso di un *surplus americano*, la liquidazione periodica verrà effettuata secondo il seguente schema:

1) In base alla proporzione iniziale tra le riserve lorde dei paesi extra-americani partecipanti (cfr. nota n. 3), si determina la composizione del «paniere» di valute dei paesi extra-americani destinato agli Stati Uniti.

2) Ciascun paese debitore può liquidare il suo deficit con valuta propria fino a coprire la quota assegnata a questa valuta nel suddetto «paniere» destinato agli Stati Uniti.

3) Il resto del deficit di ogni paese dev'essere pagato in oro e dollari nel rapporto di 60:40.

4) L'organo di regolamento si serve dell'oro e dei dollari ricevuti per pagare i paesi extra-americani creditori e inoltre per acquistare le valute che mancano nel «paniere» destinato agli Stati Uniti.

PARTE II

Volendo che i paesi extra-americani partecipanti possano scambiarsi reciprocamente le rispettive monete, è necessario ricorrere a ulteriori convenzioni.

Quando al momento iniziale questi paesi non hanno altre valute che i dollari, una volta raggiunto il dato rapporto tra oro e valuta e assunto l'impegno di rispettarlo, essi non possono successivamente procurarsi le reciproche valute senza ulteriori convenzioni, poichè in tal caso il rapporto 60:40 sarebbe pregiudicato.

Spiegazione: Supponiamo che i Paesi Bassi abbiano un deficit di 100 con la Francia. Se i Paesi Bassi dovessero liquidare tutto il deficit in fiorini, la Francia riceverebbe valute ma non oro, e quindi vedrebbe pregiudicato il suo rapporto di 60:40. Se i Paesi Bassi dovessero liquidare il deficit per 40 in fiorini e per 60 in oro, sarebbero essi a veder pregiudicato il rapporto e non la Francia, poichè in tal caso essi consegnano oro e non valuta.

Una possibilità di fornire ai paesi extra-americani valute reciproche si presenta nel caso di surplus americani. In questo caso i paesi debitori non dovrebbero liquidare i loro deficit verso gli Stati Uniti con un «paniere» di valute extra-americane da acquistare con oro e dollari — come è stato descritto nella Parte I, punto B, 2). Essi con le *proprie valute*, dovrebbero acquistare *dollari* dagli altri paesi extra-americani e pagare gli Stati Uniti con questi dollari. Così, le valute dei paesi debitori si distribuirebbero tra le riserve dei paesi extra-americani.

Tecnicamente ciò significa che i deficit dei singoli paesi debitori si dividono in due parti. La quota che si considera contropartita di surplus extra-americani è liquidata con oro e dollari in base al rapporto di 60:40; la parte rimanente è pagata dai paesi debitori con le proprie valute. L'organo di regolamento trasferisce l'oro e i dollari ai paesi extra-americani creditori e acquista con le valute ricevute dai paesi debitori dollari da tutti gli altri paesi extra-americani, con l'eccezione del paese debitore (o dei paesi debitori). Alla fine gli Stati Uniti sono pagati con i dollari così acquistati. Sarebbe semplice e logico assumere le cifre relative delle riserve lorde dei vari paesi come un criterio di valutazione per l'acquisto di dollari.

Osservazione: Non sarebbe consigliabile applicare questo metodo di liquidazione al surplus *complessivo* degli Stati Uniti, poichè ciò permetterebbe ai paesi debitori di liquidare l'intero ammontare dei loro deficit nella propria valuta. Una parte di questi deficit si dovrebbe sempre liquidare con un «paniere» di valute europee, da acquistare in cambio di oro e dollari.

Non appena i paesi extra-americani possiedono adeguati saldi nelle valute di ciascuno degli altri paesi, queste valute diventano l'unico mezzo per liquidare i surplus americani.

Quando i paesi extra-americani hanno adeguate riserve di valute di ciascuno degli altri paesi, essi sono in grado di effettuare i loro pagamenti reciproci nelle proprie valute senza cambiare la proporzione tra oro e valute estere delle loro riserve. In questo caso però si deve rispettare la condizione che i pagamenti nelle valute di paesi debitori siano eguali a quelli nelle valute di paesi creditori. Se, oltre che in oro, i pagamenti si effettuano soltanto in queste due valute, la liquidazione deve avvenire in oro, valute di paesi creditori e valute di paesi debitori in base al rapporto di 60:40:40.

Altri particolari.

1) Surplus e deficit di paesi extra-americani vanno determinati in base alle variazioni dei saldi ufficiali in dollari.

2) Si determina poi la parte del deficit di ciascun paese extra-americano considerata corrispondente a un eventuale surplus americano (cfr. Parte I, *Altri particolari*); la parte residua è considerata corrispondente ai surplus di paesi extra-americani.

3) Per la liquidazione di un deficit o di un surplus americano si rimanda ancora alla Parte I, *Altri particolari*.

4) I deficit di ciascuno dei paesi extra-americani sono confrontati con i surplus extra-americani e assegnati a ciascun paese creditore in

proporzione dei surplus (che sono così assunti a criterio della distribuzione).

5) Infine, i saldi sono bilateralmente liquidati in oro, valute di paesi debitori e valute di paesi creditori in base al rapporto di 60:40:40, o, quando un paese debitore non dispone della necessaria valuta del paese creditore, in oro o valute di «paesi terzi» (il che vuol dire valute o di paesi non debitori o di paesi creditori) in base al rapporto di 60:40. (È anche possibile una forma mista di questi due sistemi di liquidazione.)

Entrambe queste forme di liquidazione lasciano intatto il rapporto 60:40 tra l'oro e le valute che compongono le riserve dei paesi debitori e creditori: questi perdono o rispettivamente acquistano oro e valute estere nella stessa proporzione; la scelta delle modalità di liquidazione di un saldo non influisce sulla liquidazione degli altri saldi da parte dello stesso debitore, come non influisce sulla liquidazione da parte degli altri debitori.

A fini di completezza e in base a quanto è stato detto in precedenza, può essere opportuno limitare la facoltà di liquidare un deficit anche per mezzo di valuta propria alla disponibilità di valuta del paese creditore e alla condizione di non permettere a nessun paese pagamenti in valuta propria superiori ai 40/140 delle proprie riserve.

PARTE III

In base al sistema ora delineato, quando gli Stati Uniti hanno un deficit dovrebbero liquidarne una parte (60%) in oro; quando invece hanno un surplus — a differenza degli altri paesi — non dovrebbero ricevere oro. Questo differente trattamento è giustificato dal fatto che i paesi extra-americani mantengono una parte delle loro riserve (40%) in valute estere, mentre gli Stati Uniti sono praticamente privi di valute estere. A lungo andare, dopo un periodo di eccedenze americane, la situazione potrebbe cambiare. Quando anche gli Stati Uniti possedessero il 40% delle proprie riserve lorde ufficiali sotto forma di valute estere e fossero disposti a rispettare questa percentuale, la liquidazione dei loro deficit e dei loro surplus si dovrebbe effettuare sullo stesso piano, vale a dire in oro e valute dei paesi debitori e creditori in base al rapporto di 60:40:40. Si tratta quindi dello stesso tipo di liquidazione che si ha nei rapporti di scambi reciproci tra paesi extra-americani quando gli uni possiedono le valute degli altri (cfr. Parte II).

Se nel lungo periodo, per effetto della produzione mondiale di oro che rimane al disotto dello sviluppo del commercio internazionale, si sente il bisogno di effettuare i pagamenti internazionali ricorrendo in

misura maggiore alle valute, allora si può prendere in considerazione la possibilità di cambiare il rapporto iniziale tra oro e valute estere.

Tecnicamente questo risultato si può ottenere in diversi modi. Una possibilità è quella di fissare una nuova percentuale soltanto per le liquidazioni. Ma in tal caso l'uniformità del rapporto tra oro e valute estere per le riserve dei paesi partecipanti verrebbe meno.

Un'altra possibilità è quella di permettere temporaneamente ai paesi partecipanti di liquidare i deficit con maggiori quantità di valuta propria rispetto alle valute estere fino a quando il rapporto tra oro e divise estere nel sistema nel suo complesso corrisponda alla nuova percentuale.

Infine si può ricordare la possibilità di modificare la proporzione delle riserve di tutti i paesi partecipanti per mezzo di una serie di operazioni «swap».

PARTE IV

In ciò che precede si è assunto un sistema chiuso senza «perdite», vale a dire senza «paesi terzi», senza riserve di valute estere non ufficiali e senza oro di nuova produzione.

1) L'esistenza di valute estere non ufficiali e di paesi che non fanno parte del sistema non implica necessariamente difficoltà capaci di sconvolgere il funzionamento del sistema, sempre nell'ipotesi che i concetti di «surplus» e di «deficit» definiti in precedenza mantengano lo stesso significato. Si deve ricordare che questi concetti corrispondono alle variazioni nei saldi ufficiali in dollari dei paesi partecipanti (e rispettivamente, quando si tratta degli Stati Uniti, alle variazioni nelle passività in dollari verso enti pubblici dei paesi partecipanti). Quando si adoperano questi concetti un incremento netto delle riserve ufficiali in dollari di paesi extra-americani partecipanti è liquidato come un deficit americano, anche se questi dollari in effetti provengono da banche commerciali dei paesi extra-americani considerati o da paesi non facenti parte del sistema.

Un'altra possibilità sarebbe quella di applicare il rapporto di 60:40 alle riserve ufficiali e non ufficiali prese insieme.

2) Riguardo all'acquisizione di oro di nuova produzione da parte dei paesi partecipanti si possono fare le seguenti osservazioni:

a) Finchè gli Stati Uniti non hanno stabilito un rapporto fisso tra oro e valute estere l'acquisizione di oro di nuova produzione da parte loro non determina perturbazioni.

b) Si ha perturbazione solo quando i paesi extra-americani, che devono rispettare una proporzione fissa tra oro e valute estere, ricevono oro da paesi terzi. Un aumento delle riserve di oro di un paese parte-

cipante nell'intervallo tra due liquidazioni si può facilmente individuare e si deve considerare determinato dalle relazioni commerciali con paesi terzi. La risultante perturbazione si può eliminare quando il paese partecipante con una parte dell'oro che riceve acquista dollari e ristabilisce così il rapporto precedente.

Gli Stati Uniti sono «avvantaggiati» se un paese extra-americano partecipante riceve oro da paesi terzi; sono «danneggiati» quando invece quel paese riceve *dollari* poichè — come si è detto sopra — questi dollari si devono liquidare come deficit americano.

c) In una situazione come quella descritta nella Parte III, in cui tutti i paesi partecipanti devono rispettare un dato rapporto tra oro e divise estere, l'ingresso dell'oro di nuova produzione nel sistema dovrebbe avvenire solo attraverso un fondo — per esempio un fondo-oro — che possa provvedere a una distribuzione proporzionale del metallo.

Osservazioni conclusive:

1) In primo luogo si dovrebbe creare un organo responsabile delle liquidazioni e incaricato di dare istruzioni periodiche (per esempio trimestrali) ai paesi partecipanti riguardo alle prescritte compra-vendite di oro e valute estere. Questa funzione si potrebbe affidare alla Banca dei Regolamenti Internazionali.

2) In secondo luogo si dovrebbe costituire un fondo per la distribuzione dell'oro di nuova produzione: a questo riguardo si potrebbero estendere le funzioni dell'apposito Fondo europeo già esistente.

3) Tutte le operazioni con il Fondo Monetario Internazionale potrebbero proseguire regolarmente, sempre che i risultanti pagamenti vengano effettuati con le stesse modalità degli altri pagamenti.

4) La composizione di quella parte delle riserve di singoli paesi costituita di valute estere non è stabilita nel sistema elaborato nella Parte II. Ciò potrebbe richiedere una garanzia di carattere collettivo in caso di scoperto.

S. P.