

## Il problema della riforma del sistema monetario internazionale: questioni fondamentali e prospettive di una prima area d'accordo

### Introduzione.

L'esclusione sia della rivalutazione dell'oro che del sistema dei cambi flessibili dal novero delle soluzioni del problema monetario internazionale su cui sta indagando il « Gruppo dei Dieci » significa che si è unanimemente d'accordo sull'esigenza di continuare a impiegare come riserve mezzi diversi dall'oro al fine di alimentare il *pool* mondiale delle riserve monetarie internazionali. Questi altri mezzi potrebbero teoricamente assumere l'una o l'altra di queste due forme:

1) *riserve di merci*, come è stato suggerito da Graham e, più di recente, da Kaldor;

2) *riserve di credito*, sotto forma di monete nazionali (impliciti prestati diretti ai paesi emittenti da parte dei paesi detentori di riserve) o di titoli multilaterali di un'istituzione finanziaria (come il FMI, la BRI, la BIRS, ecc.) conferenti alla medesima la facoltà di fare prestiti, e da essa impiegati sia per concedere prestiti sia per accumulare riserve auree.

Quali che siano i meriti o i demeriti di un piano basato su riserve-merci, le discussioni correnti con ogni probabilità si concentreranno sulla necessità di migliorare l'organizzazione delle *riserve di credito* che tanta parte hanno nell'attuale sistema monetario. Ciò solleva quattro importanti questioni, che discuteremo brevemente:

1. *Volume complessivo e stabilità delle riserve*: il sistema dovrebbe idealmente tendere a collegare le variazioni nelle riserve di credito, per il mondo nel suo complesso, con le esigenze di sviluppo

non inflazionistico del commercio e della produzione internazionali e della circolazione monetaria; quanto meno, dovrebbe scoraggiare l'eccessiva o improvvisa espansione o contrazione del *pool* delle riserve mondiali.

2. *Distribuzione tra i detentori di riserve*: il sistema dovrebbe assicurare la piena liquidità e trasferibilità delle riserve di credito per pagamenti internazionali, e dare ai detentori di riserve adeguate garanzie contro i rischi della svalutazione e della inconvertibilità. Soltanto in questo modo è possibile rendere sicure e attraenti le riserve di credito e ottenere i necessari impegni ad evitare eccessive — e controproducenti — conversioni in oro o trasferimenti da una all'altra moneta. La piena applicazione di questo principio permetterebbe inoltre di determinare il livello delle vendite o degli acquisti ufficiali di oro nei mercati liberi dell'oro al fine di evitare, o limitare, indesiderabili fluttuazioni di prezzo.

3. *Distribuzione tra i debitori di riserve* del volume di credito implicito nell'accumulazione delle riserve stesse da parte dei rispettivi detentori: ciò dovrebbe idealmente servire a compensare movimenti di capitale distabilizzatori — nella misura in cui tali movimenti non possono essere scoraggiati altrimenti con misure accettabili — e a perseguire gli obiettivi concordati, quali ad esempio, livelli non inflazionistici di occupazione e di sviluppo, assistenza allo sviluppo di paesi oltremare, ecc. Nel tendere a questi obiettivi ideali possono tuttavia essere inevitabili soluzioni di compromesso nel caso in cui formule automatiche — come quelle suggerite da Bernstein o da Posthuma — appaiano in questo momento storico più accettabili della parziale fusione di sovranità implicita in decisioni collettive.

4. *Struttura istituzionale per l'attuazione*: praticamente il FMI offre la struttura più ampia e più logica per operazioni e decisioni multilaterali; ma un certo grado di decentramento sarà probabilmente più accettabile dal punto di vista politico. La CEE offre probabilmente l'occasione più promettente per una stretta coordinazione delle politiche dei suoi membri. Le soluzioni da essa accettabili dovrebbero essere tuttavia suscettibili di parziale generalizzazione e fornire criteri orientativi per accordi tra i paesi del cosiddetto « club di Parigi ».

### I. Volume complessivo e stabilità delle riserve di credito.

A. *L'obiettivo minimo e più urgente* — il rafforzamento cioè del sistema monetario internazionale di fronte ad un'eccessiva o improvvisa contrazione — si potrebbe meglio raggiungere attraverso un accordo con il quale i maggiori possessori di riserve si impegnano, *come gruppo*, a mantenere un volume di riserve di credito

COMPOSIZIONE DELLE RISERVE INTERNE  
(fine giugno 1963)

	In milioni di dollari USA				In % del totale		
	totale	oro	tranches oro FMI	valute estere	oro	tranches oro FMI	valute estere
<b>I. Principali detentori di riserve . . . . .</b>	<b>47.914</b>	<b>33.842</b>	<b>3.315</b>	<b>10.757</b>	<b>71</b>	<b>7</b>	<b>22</b>
<b>A. Centri di riserva</b>	<b>20.275</b>	<b>18.276</b>	<b>1.604</b>	<b>395</b>	<b>90</b>	<b>8</b>	<b>2</b>
1. Stati Uniti . . . . .	17.064	15.829	1.109	126	93	6	1
2. Regno Unito . . . . .	3.211	2.447	495	269	76	15	8
<b>B. Comunità Europea . . . . .</b>	<b>19.358</b>	<b>11.810</b>	<b>1.483</b>	<b>6.065</b>	<b>61</b>	<b>8</b>	<b>31</b>
1. Francia . . . . .	4.693	2.814	436	1.443	60	9	31
2. Germania . . . . .	7.219	3.753	520	2.946	52	7	41
3. Italia . . . . .	3.521	2.289	203	1.029	65	6	29
4. Paesi Bassi . . . . .	2.036	1.581	198	257	78	10	13
5. Belgio . . . . .	1.889	1.373	126	390	73	7	21
<b>C. Altri . . . . .</b>	<b>8.281</b>	<b>3.756</b>	<b>228</b>	<b>4.297</b>	<b>45</b>	<b>3</b>	<b>52</b>
1. Canada . . . . .	2.701	755	—	1.946	28	—	72
2. Giappone . . . . .	2.082	289	180	1.613	14	9	77
3. Svizzera . . . . .	2.707	2.530	—	177	93	—	7
4. Svezia . . . . .	791	182	48	562	23	6	71
<b>II. Altri paesi . . . . .</b>	<b>19.386</b>	<b>5.514</b>	<b>570</b>	<b>13.303</b>	<b>28</b>	<b>3</b>	<b>69</b>
A. dell'Europa continentale . . . . .	4.699	2.048	175	2.481	44	4	53
B. dell'America Latina . . . . .	2.540	1.115	100	1.325	44	4	52
C. dell'Area della sterlina . . . . .	12.147	1.205	222	9.497	19	2	78
D. Altri . . . . .		1.146	73				
<b>III. Tutti i paesi . . . . .</b>	<b>67.300</b>	<b>39.355</b>	<b>3.883</b>	<b>24.060</b>	<b>58</b>	<b>6</b>	<b>36</b>

grosso modo equivalente a quello attuale, salvi gli aggiustamenti e le eccezioni discussi più oltre al par. II.

Sulla base dei dati al 30 giugno 1963, ciò vorrebbe dire circa 7,5 miliardi di dollari per i paesi della CEE (1,5 miliardi in tranches-oro del FMI e 6 miliardi in valute estere) e circa 6,5 miliardi di dollari (di cui 1,8 miliardi in tranches-oro del FMI) per gli altri membri del club di Parigi, compresa la Svizzera (cfr. la precedente tabella). Si potrebbe osservare che l'impegno complessivo per il gruppo degli undici paesi (circa 14 miliardi di dollari) sarebbe in effetti leggermente minore dell'importo delle loro quote FMI *più* l'ammontare concordato dei prestiti al FMI.

Alla stessa data altri paesi possedevano riserve di credito per circa 13,9 miliardi di dollari; ma in genere tali paesi erano considerati poco proclivi a convertire in oro le loro riserve o a mutarne in larga misura la composizione con trasferimenti da una all'altra valuta. Cionondimeno una garanzia contro eventualità di tal genere potrebbe successivamente essere ricercata, se necessario, mediante accordi con i maggiori debitori di riserve in materia di saggi d'interesse e garanzie valutarie applicabili alle riserve in questione.

B. *Gli obiettivi di più lungo periodo* della riforma dovrebbero peraltro anche tendere ad adeguare grosso modo l'andamento dei futuri livelli delle riserve di credito alle legittime — non inflazionistiche — esigenze di tassi « ottimi » di sviluppo economico realizzabili su scala mondiale. Tali esigenze difficilmente si prestano a congetture anticipate e all'applicazione di criteri stabili, e potrebbero quindi essere valutate di tanto in tanto con indagini ad hoc, alla luce degli indicatori di pressioni inflazionistiche o deflazionistiche nell'economia mondiale.

Taluni principi orientatori potrebbero tuttavia essere concordati a titolo di prova, con l'intesa di successivi adattamenti e revisioni. Un accordo di tal fatta potrebbe, per esempio, contemplare l'accettazione, per voto di maggioranza semplice o qualificata, di impegni ad aggiungere alle riserve di credito dei rispettivi detentori gli importi necessari per mantenere il ritmo d'incremento delle riserve complessive del gruppo — compreso l'oro — ad una percentuale compresa, poniamo, tra 3 e 6 per anno. Maggioranze qualificate (di due terzi o più) sarebbero necessarie non solo per respingere l'impegno minimo, ma anche per autorizzare l'accumulazione di riserve

di credito che potrebbero provocare un incremento della riserva complessiva maggiore del 6% l'anno.

Un accordo del genere tra gli undici paesi del club di Parigi, compresa la Svizzera, coprirebbe, oggi, circa il 70% delle riserve complessive di tutti i paesi, e l'85% delle loro riserve d'oro. A questo stadio sarebbe prematuro discutere se, e in qual modo, eventuali norme di comportamento analoghe a quelle negoziate tra i paesi del club di Parigi si potrebbero estendere ad altri paesi per mezzo di speciali accordi con il FMI.

C. *Gli obiettivi di breve e di lungo periodo* sopraenunciati si fonderebbero, in un certo senso, tra loro se si cercasse di consolidare le riserve di credito e di evitarne indesiderabili liquidazioni in oro metallico attraverso l'accettazione di una proporzione concordata — o *plafond* — tra riserve auree e riserve complessive. Qualunque proporzione inizialmente convenuta, determinerebbe *automaticamente* una successiva e continua espansione dell'importo delle riserve di credito ad un ritmo dipendente dall'effettivo ritmo d'incremento dello stock di oro monetario. Questa automaticità di crescita non dovrebbe essere una ragione ostativa, sempre che si ritenga molto probabile che gli incrementi delle riserve auree saranno « deficitari » in confronto al desiderabile sviluppo delle riserve complessive. Un accordo che impegnasse i paesi del club di Parigi a mantenere in oro non più dei tre quarti e non meno dei due terzi delle loro riserve complessive potrebbe sostituire i tassi di accrescimento delle riserve di credito suggeriti al punto B, come ragionevole difesa contro ampie fluttuazioni inflazionistiche o deflazionistiche nelle riserve di credito.

Il suddetto rapporto dovrebbe, naturalmente, essere riveduto di tanto in tanto alla luce delle pressioni inflazionistiche o deflazionistiche che fossero in atto nell'economia mondiale.

## II. Diritti e doveri dei detentori di riserve.

I detentori di riserve difficilmente accetterebbero gli impegni di gruppo suggeriti nel par. I, senza:

- 1) conoscere la distribuzione di questi impegni tra i paesi partecipanti;
- 2) adeguate garanzie riguardanti la liquidità, la trasferibilità e la sicurezza dei diritti derivanti da riserve di credito.

### A. Distribuzione degli obblighi in materia di riserve di credito tra i paesi partecipanti.

In considerazione della grande variabilità del rapporto tra riserve di credito e riserve complessive nell'ambito dei paesi del club di Parigi (si va dal 7% degli Stati Uniti e della Svizzera all'86% del Giappone), l'immediata applicazione di un rapporto uniforme è probabilmente da escludere. Una grossolana armonizzazione dei rapporti attuali si potrebbe tuttavia raggiungere gradualmente lungo le seguenti linee:

- 1) ogni futuro incremento nelle riserve complessive di un paese dovrebbe essere costituito in oro fin quando il rapporto oro/riserve di detto paese è più basso del rapporto medio del gruppo nel suo complesso, oppure in riserve di credito nel caso opposto;
- 2) ogni futura riduzione nelle riserve complessive di un paese dovrebbe assumere la forma di riduzione delle sue riserve di credito fin quando il rapporto tra queste riserve e le riserve complessive del paese è maggiore del rapporto medio del gruppo nel suo complesso, oppure la forma di riduzione delle riserve d'oro nel caso opposto;
- 3) le future operazioni di prestito del FMI dovrebbero analogamente mirare a distribuire più uniformemente il rapporto tra riserve auree e riserve complessive di ciascun paese partecipante.

La sistematica applicazione delle suddette norme tenderebbe a rendere gradualmente sempre più uniforme l'attuale composizione delle riserve nazionali. Tale processo, se necessario e possibile, potrebbe essere accelerato mediante la fissazione di un periodo di tempo massimo entro il quale realizzare un accettabile grado di uniformità tra i paesi partecipanti.

Il criterio dell'uniformità potrebbe, da principio, essere fortemente contestato dai più importanti paesi di riserva, abituati a tener le riserve in tutto o per la massima parte in oro. La base logica di tale comportamento sta però essenzialmente nelle passività a breve termine dovute da questi centri di riserva agli altri possessori di riserve in forza del sistema a cambio oro o a monete chiave. Il consolidamento contemplato al precedente par. I eliminerebbe il pericolo di improvvise e massicce liquidazioni dei saldi esistenti e costituirebbe il corrispettivo che potrebbe indurre Stati Uniti e Regno Unito ad avvicinarsi gradualmente ad una più uniforme composizione delle riserve.

Se cionondimeno un accordo immediato lungo le suddette linee si dimostrasse non negoziabile, i paesi della CEE potrebbero esplorare la possibilità di applicare a breve termine la seguente soluzione alternativa:

1) Convertire le loro riserve in dollari e sterline in certificati di riserva con scadenza più lunga, soggetti soltanto a graduale ammortamento ad un tasso *massimo* annuo di X %.

2) Riservarsi di chiedere ai paesi debitori il rimborso anticipato di tali certificati:

a) fino alla concorrenza di ogni futuro aumento delle riserve complessive dei paesi debitori;

b) fino alla concorrenza di ogni futura diminuzione delle riserve complessive dei paesi della CEE come gruppo; il rimborso in questo caso verrebbe distribuito tra i paesi debitori proporzionalmente all'ammontare del loro debito in conto certificati verso i paesi della CEE come gruppo.

3) I certificati di riserva sarebbero trasferibili — a semplice domanda — dai paesi della CEE in cui le riserve complessive fossero diminuite ai paesi della CEE dove le riserve fossero aumentate, fino a concorrenza del minore dei seguenti importi:

a) entità delle fluttuazioni nelle riserve totali di ciascun paese;

b) importi capaci di rendere più armonici i rapporti tra certificati e riserve complessive dei singoli paesi.

4) Se si ritenesse necessario tener conto di future brusche inversioni di tendenza nei pagamenti e applicare in tal caso la clausola di reciprocità caldeggiata da Roosa, Posthuma e Giscard d'Estaing, i paesi della CEE potrebbero subordinare la soluzione qui proposta all'accettazione, in via di reciprocità, di un impegno temporaneo da parte dei paesi debitori di certificati ad accumulare in futuro valute CEE per importi equivalenti nell'eventualità di forti disavanzi della CEE nei loro confronti.

#### B. Liquidità, trasferibilità, garanzie contro i rischi di cambio e di inadempienza.

I suggerimenti di cui al precedente punto A assicurerebbero automaticamente la piena liquidità e trasferibilità delle riserve di

credito per il regolamento di squilibri nei pagamenti internazionali, anche se limitano il diritto di conversioni in oro.

Rimangono ora da esaminare due questioni. La prima è quella delle garanzie di cambio, la seconda riguarda le garanzie contro l'inadempienza del debitore.

#### I. Garanzie di cambio.

Una piena garanzia oro o a cambio oro per tutte le riserve di credito sembra difficilmente negoziabile ora, anche se in seguito potrà apparire molto meno rischiosa — e perciò più accettabile — ai debitori di riserve, una volta che il soddisfacente funzionamento delle riforme proposte abbia definitivamente restituito alle banche centrali il pieno controllo sulla futura evoluzione del prezzo mondiale dell'oro, indipendentemente da fluttuazioni tra i corsi di cambio nazionali.

Le garanzie nella moneta del paese creditore sarebbero probabilmente più accettabili, ma:

a) potrebbero rivelarsi onerose per i debitori nel caso di una rivalutazione della moneta del paese creditore;

b) potrebbero ostacolare la libera trasferibilità delle riserve di credito.

Una unità di conto — costituita dalle monete che nel futuro risultassero più stabili, come era implicito nella moneta di conto dell'UEP — potrebbe essere la forma di garanzia di cambio più desiderabile e più facilmente negoziabile da applicarsi alle riserve di credito possedute da banche centrali.

Se l'applicazione di una garanzia in unità di conto a tutte le riserve di credito esistenti si dimostrasse non negoziabile in questa fase, si potrebbe giungere a un compromesso tra paesi debitori e paesi possessori di monete di riserva applicando la garanzia in moneta di conto soltanto ai futuri trasferimenti o accumulazioni di monete di riserva derivanti dall'accordo proposto. Ciò lascerebbe immutato — fino al momento di trasferimenti — lo stato delle esistenti riserve e, naturalmente, di tutti i crediti e debiti derivanti dalle operazioni del FMI.

A qualche possessore di grandi riserve valutarie questa riformulazione potrebbe rendere difficile la rinuncia al suo attuale diritto di conversione in oro. Una soluzione alternativa — intesa sia a rispon-

dere a tali obiezioni, sia a rimuovere altre difficoltà connesse con il tipo di definizione di unità UEP — sarebbe quella di applicare la garanzia in unità di conto a tutte le riserve valutarie, ma di definirla in base alla media delle parità auree di tutte le valute partecipanti, attribuendo a ciascuna valuta — in tale media — un peso proporzionale alle riserve valutarie di ciascun paese partecipante.

Uno studio più approfondito dei numerosi aspetti di questo problema esce dall'ambito del presente articolo e sarebbe futile in un campo nel quale la gamma effettiva delle possibili scelte dipende dallo spirito di cooperazione e dalla forza contrattuale delle parti in causa.

## 2. Garanzie contro i rischi d'inadempienza.

I rischi d'inadempienza in questo genere d'impegni internazionali sono molto minori di quanto talvolta si crede o si afferma da parte degli oppositori di tali accordi. (L'accordo per l'UEP incontrò una larga opposizione per questo motivo, ma nessuna delle inadempienze abbondantemente preconizzate si verificò.)

Ulteriori garanzie ai creditori potrebbero assumere varie forme, come:

- a) garanzia solidale di tutti i partecipanti;
- b) impegno di tutti i partecipanti di depositare in un conto speciale tutti i pagamenti « ufficiali » dovuti a un paese inadempiente;
- c) distribuzione geografica delle attività in oro del FMI in proporzione approssimativa ai crediti netti dei singoli paesi, sempre che ciò sia necessario e possibile.

## III. Distribuzione dei crediti tra i paesi debitori.

A. *Il possesso diretto di riserve di credito sotto forma di monete nazionali* implica inevitabilmente corrispondenti concessioni di credito ai paesi le cui monete sono tenute come riserve da altri paesi. Come si dovrebbero distribuire tali crediti?

1. L'obiettivo dell'immediato consolidamento che abbiamo considerato della massima urgenza nel breve periodo suggerisce che la distribuzione iniziale sia strettamente modellata sulla base delle esi-

stenti riserve valutarie — credità dei lunghi anni di funzionamento del *gold exchange standard* — che non si potrebbero modificare profondamente da un momento all'altro senza catastrofiche conseguenze per lo stesso sistema monetario internazionale. Il grosso di tali riserve sarebbe perciò presumibilmente sotto forma di dollari e sterline, e le loro consistenze dovrebbero essere variate soltanto gradualmente, seguendo i criteri indicati sopra (nei parr. I e II) e qui di seguito.

2. Ma una volta che il sistema si sia messo a funzionare, gli incrementi di riserve valutarie dovrebbero essere decisi congiuntamente da tutti i paesi partecipanti alla luce di obiettivi concordati, quali:

a) *compensazione* di indesiderabili movimenti di capitale privato, che non possano o non debbano essere *impediti* con altre misure;

b) appoggio a politiche nazionali accettabili e desiderabili dal punto di vista internazionale — saggi di sviluppo non inflazionistici, equa distribuzione del carico finanziario di programmi comuni di difesa e di sviluppo, liberalizzazione degli scambi, ecc. — politiche da rendere compatibili, ogni qual volta sia possibile, con la stabilità dei cambi.

L'accordo su questi criteri in materia di prestiti internazionali non dovrebbe essere impossibile, poichè si tratta di criteri ripetutamente usati in passato dal FMI, dall'UEP, dall'AME per analoghi interventi di stabilizzazione. Le esatte clausole e tecniche dei previsti prestiti e investimenti si dovrebbero comunque adattare alla natura dei mezzi impiegati, cioè al continuo sviluppo nel corso degli anni avvenire del desiderabile pool mondiale di riserve di credito.

3. Forti obiezioni continuano tuttavia ad essere sollevate contro le premature « cessioni di sovranità nazionale a istituzioni soprannazionali », che molti ravvisano in queste decisioni prese congiuntamente. Personalmente dubito seriamente della desiderabilità e negoziabilità di formule alternative « automatiche », del tipo proposto dal Prof. Posthuma e da E. M. Bernstein, le quali in effetti implicherebbero da parte dei prestatori cessioni di sovranità molto più consistenti di quelle implicite nelle decisioni multilaterali sopra proposte. In particolare dubito che i paesi creditori vogliano continuare a concedere per molto tempo — con l'una o con l'altra formula — grossi prestiti a un paese che a loro avviso segue politiche inflazionistiche,

responsabili dei disavanzi che i loro prestiti dovrebbero contribuire a finanziare e perpetuare.

4. In ogni caso, la scelta effettiva tra le soluzioni alternative delineate sopra (ai punti 2 e 3) si può chiarire soltanto nel corso di un processo di negoziazione. È possibile che emerga qualche soluzione di compromesso, che combini il *presunto* automatismo — alla Posthuma o alla Bernstein — con il diritto di dissentire con voto di maggioranza, nel qual caso le effettive decisioni si dovranno raggiungere attraverso consultazioni e accordi come è suggerito al punto 2.

B. *Il possesso di riserve di credito sotto forma di crediti verso una istituzione multilaterale*, come il FMI, la BRI, la BIRS, ecc., può servire a istituzionalizzare, perfezionare e semplificare sia il processo decisionale discusso sopra sia le tecniche operative per la sua attuazione. È probabile che questi vantaggi diventino più evidenti via via che l'esperienza dimostri la necessità di una organizzazione più esplicita e meno casuale del sistema delle riserve creditizie.

Lo spostamento da valute nazionali a depositi multilaterali nella composizione delle riserve di credito è stato cautamente iniziato dal FMI, nel quale le cosiddette tranches-oro equivalgono oggi a circa il 16% delle riserve in valute nazionali per il mondo nel suo complesso, ma si avvicinano al 25% per i paesi dell'Europa occidentale e al 33% per i paesi del club di Parigi. Ulteriori progressi in queste direzioni sono altamente desiderabili, ma saranno rallentati o limitati dai seguenti fattori:

1) la riluttanza dei paesi che hanno grandi riserve, particolarmente nell'Europa continentale, ad accettare i sistemi di votazione del FMI, che soltanto alla lontana sono in relazione con il contributo che detti paesi danno alla effettiva capacità di far prestiti del Fondo;

2) l'ulteriore sviluppo dell'integrazione monetaria nella CEE, che ad un certo stadio implica l'impiego di un fondo multilaterale di riserva per transazioni tra i paesi membri (distinte dalle transazioni della CEE con il resto del mondo, per le quali il FMI deve rimanere lo strumento più importante);

3) il naturale attaccamento ai noti, consueti sistemi di accumulazione delle riserve, rafforzato dalla difficoltà di creare nuove

istituzioni multilaterali — come un Fondo di riserva europeo — o di usare quelle esistenti (FMI, BRI, BIRS, ecc.) per nuovi scopi estranei alle tradizioni e alle tecniche del passato.

In ogni caso, le riforme da adottare in questa fase dovrebbero almeno lasciare la porta aperta alla successiva evoluzione che dalla diretta disponibilità di valute *nazionali* come riserve *internazionali* porti ad una crescente concentrazione di riserve di credito presso istituzioni monetarie regionali e internazionali.

#### IV. Struttura istituzionale.

1. La CEE dovrebbe innanzitutto sviluppare una impostazione comune lungo le suddette linee in ordine ai problemi ora studiati dal « gruppo dei dieci » e dal FMI.

Ciò implicherebbe:

a) Nel breve periodo, l'impegno di mantenere *congiuntamente* un dato importo — o una data percentuale — delle sue riserve complessive in una forma diversa dall'oro (riserve di credito), ma perfettamente liquida e trasferibile nel regolamento dei pagamenti internazionali, e garantita, in qualche modo, contro svalutazioni unilaterali o decisioni di inconvertibilità dei debitori. Le tranches-oro del FMI farebbero naturalmente parte di queste riserve di credito; il resto assumerebbe la forma di certificati di riserva con i quali ciascun paese scambierebbe il grosso delle proprie riserve in valute nazionali. I certificati di riserva sarebbero trasferibili tra i membri della CEE per finanziare aumenti o diminuzioni di riserve, fino a quando tali trasferimenti tendessero a perequare il rapporto tra oro e riserve complessive dei singoli paesi. I certificati potrebbero inoltre essere riscossi — prima della scadenza — presso i debitori nella misura in cui ciò fosse necessario per finanziare disavanzi della CEE come gruppo verso il resto del mondo. Essi infine potrebbero essere tenuti direttamente dalle banche centrali dei paesi partecipanti oppure depositati presso la BRI quale agente delle banche centrali nelle operazioni sopra delineate.

b) Nel periodo lungo, gli importi e/o le percentuali ricordati sub a) sarebbero di tanto in tanto ritoccati, dopo consultazioni con i maggiori possessori di riserve, allo scopo di contribuire ad adeguare i livelli globali di liquidità a tassi di sviluppo non inflazionistici dell'economia internazionale.

2. Un accordo redatto secondo le suddette linee potrebbe essere esteso dai « sei » agli « undici » e forse a pochi altri paesi possessori di importanti riserve:

a) o immediatamente, se possibile;

b) o gradualmente, specie per quanto riguarda i maggiori centri di riserve.

3. Accordi complementari riguardanti altri paesi dovrebbero essere negoziati e fatti funzionare attraverso il FMI. Per molti rispetti essi sarebbero sostanzialmente differenti; si tralascia di discuterne in questa sede.

4. I futuri incrementi delle riserve di credito dovrebbero essere gradualmente spostati dalla detenzione diretta di valute nazionali verso il possesso di depositi internazionali presso istituzioni monetarie di carattere mondiale e/o regionale. Le attuali tranches-oro del FMI stanno preparando la strada a tale evoluzione.

Le nuove risorse finanziarie risultanti da futuri accordi tra i paesi che possiedono le più forti riserve potrebbero in gran parte essere tenute presso il FMI, agente in rappresentanza dei paesi partecipanti, i quali sull'uso e la gestione di questi fondi potrebbero esercitare una influenza molto maggiore di quella che possono esercitare sulle risorse ordinarie del Fondo in forza delle norme statutarie che regolano i diritti di voto. Norme precise in materia potrebbero essere suggerite dalle disposizioni dell'accordo generale del club di Parigi, ma con una flessibilità maggiore di quella accettata in quell'occasione.

ROBERT TRIFFIN

## APPENDICE STATISTICA

TABELLA I

COMPOSIZIONE E DISTRIBUZIONE DELLE RISERVE MONETARIE  
INTERNAZIONALI LORDE 1913-1962 (\*)  
(in milioni di dollari USA)

A fine	1913	1928	1933 (1)	1933 (2)	1937	1949	1957	1962
I. Oro . . . . .	4.110	9.850	11.380	19.265	25.285	33.500	37.305	39.230
A. Tutti i paesi .	4.110	9.850	11.380	19.265	25.290	35.005	38.765	41.430
B. Istituzioni internazionali (—)	—	—	—	—	—5	-1.505	-1.460	-2.200
II. Tranches-oro del F.M.I. . . . .	—	—	—	—	—	1.660	2.315	3.795
III. Monete di riserva	700	3.160	1.115(3)	1.115(3)	2.370	11.710	17.745	22.545
A. Dollari USA (4)	—	600	60	60	430	3.200	8.705	12.925
B. Sterline (5) . .						6.420	6.420	6.220
C. Altre valute ed errori o omissioni . . . . .	700	2.560	1.055	1.055	1.940	2.090	2.620	3.400
Totale . . . . .	4.810	13.010	12.495	20.385	27.655	46.870	57.365	65.570
I. Club di Parigi . .	3.430	9.845	10.290	17.190	23.445	33.900	40.150	47.130
A. Centri di riserva	1.455	4.495	4.940	8.365	16.930	27.775	27.205	20.530
1. Stati Uniti	1.290	3.745	4.010	6.795	12.790	26.025	24.830	17.220
2. Regno Unito	165	750	930	1.570	4.140	1.750	2.375	3.310
B. Comunità Europea . . .	1.570	4.365	4.435	7.375	4.730	2.765	8.125	18.355
C. Altri paesi (6) .	410	985	910	1.450	1.785	3.360	4.820	8.240
II. Altri paesi:	1.375	3.170	2.205	3.195	4.215	12.970	17.215	18.440
A. dell'Europa Occidentale (7)	550	955	765	1.210	1.325	1.740	2.870	5.000
B. dell'America Latina . . .	425	1.160	430	685	915	2.775	3.865	2.375
C. dell'Area della sterlina . . . .	350	695	735	920	1.355	5.685	6.935	7.250
D. Altri (7) . . . .	55	355	285	375	620	2.770	3.545	3.815

(\*) Note e fonti, cfr. p. 223.

TABELLA II

FONTI E DISTRIBUZIONE DEGLI AUMENTI DELLE RISERVE LORDE, 1914-1962 (\*)  
(in milioni di dollari USA)

Periodi	1914-62	1914-28	1929-33	1934-37	1938-49	1950-57	1958-62
I. Oro . . . . .	37.325	5.745	9.415	6.025	9.715	3.760	2.670
A. Aumenti fisici	26.445	3.165	1.120	6.025	9.715	3.760	2.670
1. Fonti occi- dentali . . . . .	24.465	3.165	1.120	5.695	9.855	3.120	1.515
a) produzione	36.050	5.600	2.115	3.675	11.575	7.210	5.870
b) consumo privato (—)	- 11.585	- 2.435	- 1.000	+ 2.020	- 1.720	- 4.090	- 4.350
2. Vendite URSS	1.980			330	140	640	1.150
B. Monete ritirate dalla circola- zione . . . . .	2.990	2.580	410	—	—	—	—
C. Svalutazione del dollaro . . . . .	7.890	—	7.885	—	—	—	—
II. Istituzioni inter- nazionali . . . . .	1.595	—	—	5	155	700	740
A. Accumulazione di oro (—) . . . . .	- 2.200	—	—	5	- 1.500	45	- 745
B. Tranches-oro del F.M.I. . . . .	3.795	—	—	—	1.660	655	1.480
III. Monete di riserva	21.845	2.460	- 2.045	1.255	9.340	6.035	4.800
A. Dollari USA . . . . .	12.925	600	- 540	370	2.770	—	- 200
B. Sterline . . . . .				885	4.480		
C. Altre valute ed errori o omis- sioni . . . . .	8.920	1.860	- 1.505		2.090	530	780
Totale . . . . .	60.765	8.205	7.375	7.275	19.210	10.496	8.205
I. Club di Parigi . . . . .	43.700	6.410	7.345	6.255	10.455	6.250	6.980
A. Centri di riserva	19.075	3.040	3.870	8.565	10.845	- 570	- 6.675
1. Stati Uniti . . . . .	15.930	2.455	3.050	5.995	13.235	- 1.190	- 7.610
2. Regno Unito . . . . .	3.145	585	825	2.570	- 2.390	620	935
B. Comunità Europea . . . . .	16.790	2.795	3.010	- 2.645	- 1.965	5.360	10.230
C. Altri paesi . . . . .	7.835	575	465	335	1.575	1.460	3.420
II. Altri paesi:	17.065	1.790	25	1.020	8.755	4.245	1.225
A. dell'Europa Occidentale . . . . .	4.450	405	255	115	415	1.130	2.130
B. dell'America Latina . . . . .	1.950	735	- 475	230	1.860	1.090	- 1.490
C. dell'Area della sterlina . . . . .	6.905	345	225	430	4.330	1.250	320
D. Altri . . . . .	3.760	300	20	240	2.150	775	270

(\*) Note e fonti, cfr. p. 223.

## NOTE e FONTI per la TABELLA I

(1) Oro valutato a \$ 20,67 l'oncia.

(2) Oro valutato a \$ 35 l'oncia.

(3) Stima approssimativa calcolata in pubblicazioni della Società delle Nazioni, sulla base della vecchia parità (\$ 4,8665) attorno a cui la sterlina aveva ripreso a fluttuare nell'ultima parte del 1933.

(4) Stimati in quantitativi trascurabili nel 1913; e calcolati dal 1957 sulle indicazioni del « Federal Reserve Bulletin », aprile 1963 (p. 423), e del « Survey of Current Business » (per la suddivisione dei « titoli e obbligazioni » tra « pubblici » e « privati »). Per il 1962 sono compresi \$ 251 milioni di titoli non negoziabili.

(5) Stime residuali fino al 1949; stime approssimative per il 1949 e il 1957, rettificata rispetto alle stime precedentemente pubblicate nel « Bank of England Bulletin » per migliorarne il raffronto con le nuove stime lorde del 1962.

(6) Canada, Giappone, Svizzera e Svezia.

(7) Comprende modesti errori o omissioni tra i titoli dei paesi in esame e le stime relative a tutti i paesi e a ciascuna area.

FONTI: Questi valori possono essere considerati soltanto stime approssimative (particolarmente per i primi anni) ottenute da numerose fonti, quali ad es.:

1. « International Financial Statistics » (novembre 1963 e « Supplemento » 1963-64) a partire dal 1937, con stime personali dei dati mancanti, ed escludendo sempre gli impegni UEP (per evitare la falsa impressione di un'improvvisa contrazione delle riserve valutarie a fine 1958).

2. Per gli anni precedenti, « International Reserves and Liquidity » (FMI, 1958) e pubblicazioni del Federal Reserve Board e della Società delle Nazioni, integrate per la maggior parte delle riserve valutarie del 1913 da stime formulate da A. I. BLOOMFIELD (in *Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard*, Princeton, 1963).

Queste stime escludono in ogni caso le riserve dei paesi comunisti non indicate per gli anni recenti (circa \$ 1.145 milioni per il 1913; \$ 525 milioni per il 1928; 695 milioni di vecchi dollari per il 1933 pari a 1.130 milioni di nuovi dollari).

Piccole differenze nei totali derivano da arrotondamenti dell'ordine di 5 milioni di dollari. Ciò può dare un'ingiustificata impressione di precisione per queste stime, molte delle quali invece sono certamente soggette ad un più largo margine di errore.

## NOTE e FONTI per la TABELLA II

1. La produzione occidentale non comprende mai quella dell'URSS, Romania e Cina, per cui dalla seconda guerra mondiale non sono disponibili stime. Le stime sono ottenute dalla Tab. 150 di *Banking and Monetary Statistics* (Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, pp. 542-543), dall'« International Financial Statistics » e da *A Note on Gold Production and Additions to International Gold Reserves* (di OSCAR L. ALTMAN, « L.I.M.F. Staff Papers », aprile 1958, p. 259). - 2. Le stime delle vendite URSS sono tratte dal « Federal Reserve Bulletin » (settembre 1954, p. 938) e dai « Rapporti annuali » della Banca per i Regolamenti Internazionali. - 3. Il consumo privato è stimato residualmente e fino al 1934 tiene conto delle vendite URSS. - 4. Per altre fonti e note vedi Tab. I.

TABELLA III

COMPOSIZIONE E DISTRIBUZIONE DELLE RISERVE MONETARIE  
 INTERNAZIONALI LORDE, 1913-1962  
 (in % dei totali annui)

A fine	1913	1928	1933(1)	1933(2)	1937	1949	1957	1962
I. Oro . . . . .	85,4	75,7	91,1	94,5	91,4	71,5	65,0	59,8
A. Tutti i paesi . . . . .	85,4	75,7	91,1	94,5	91,4	74,7	67,6	63,2
B. Istituzioni internazionali (—)	—	—	—	—	—	-3,2	-2,5	-3,4
II. Tranches-oro del F.M.I. . . . .	—	—	—	—	—	3,5	4,0	5,8
III. Monete di riserva . . . . .	14,6	24,3	8,9	5,5	8,6	25,0	30,9	34,4
A. Dollari USA . . . . .	—	4,6	0,5	0,3	1,6	6,8	15,2	19,7
B. Sterline . . . . .	—	—	—	—	—	13,7	11,2	9,5
C. Altre valute ed errori o omissioni . . . . .	14,6	19,7	8,4	5,2	7,0	4,5	4,6	5,2
Totale . . . . .	100	100	100	100	100	100	100	100
I. Club di Parigi . . . . .	71,3	75,7	82,4	84,3	84,8	72,3	70,0	71,9
A. Centri di riserva . . . . .	30,2	34,6	39,5	41,0	61,2	59,3	47,4	31,3
1. Stati Uniti . . . . .	26,8	28,8	32,1	33,3	46,2	55,5	43,3	26,3
2. Regno Unito . . . . .	3,4	5,8	7,4	7,7	15,0	3,7	4,1	5,0
B. Comunità Europea . . . . .	32,6	33,6	35,5	36,2	17,1	5,9	14,2	28,0
C. Altri paesi . . . . .	8,5	7,6	7,3	7,1	6,5	7,2	8,4	12,6
II. Altri paesi: . . . . .	28,6	24,4	17,6	15,7	15,2	27,7	30,0	28,1
A. dell'Europa Occidentale . . . . .	11,4	7,3	6,1	5,9	4,8	3,7	5,0	7,6
B. dell'America Latina . . . . .	8,8	8,9	3,4	3,4	3,3	5,9	6,7	3,6
C. dell'Area della sterlina . . . . .	7,3	5,3	5,9	4,5	4,9	12,1	12,1	11,1
D. Altri . . . . .	1,1	2,7	2,3	1,8	2,2	5,9	6,2	5,8

(1) Oro valutato a \$ 20,67 l'oncia.

(2) Oro valutato a \$ 35 l'oncia.

FONTI: V. Tab. I.

TABELLA IV

FONTI E DISTRIBUZIONE DEGLI AUMENTI DELLE RISERVE LORDE, 1914-1962  
 (in % dei totali annui)

Periodi	1914-62	1914-28	1929-33	1934-37	1938-49	1950-57	1958-62
I. Oro . . . . .	61,4	70,0	127,7	82,8	50,6	35,8	32,5
A. Aumenti fisici . . . . .	43,5	38,6	15,2	82,8	50,6	35,8	32,5
1. Fonti occidentali . . . . .	40,3	38,6	15,2	78,3	51,3	29,7	18,5
a) produzione . . . . .	59,3	68,3	28,7	50,5	60,3	68,7	71,5
b) consumo privato (—) . . . . .	-19,1	-29,7	-13,6	+27,7	-9,0	-39,0	-53,1
2. Vendite URSS . . . . .	3,3	—	—	4,5	-0,7	6,1	14,0
B. Monete ritirate dalla circolazione . . . . .	4,9	31,4	5,6	—	—	—	—
C. Svalutazione del dollaro . . . . .	13,0	—	107,0	—	—	—	—
II. Istituzioni internazionali . . . . .	2,6	—	—	-0,1	0,8	6,7	9,0
A. Accumulazione di oro (—) . . . . .	-3,6	—	—	-0,1	-7,8	+0,4	-9,1
B. Tranches-oro del F.M.I. . . . .	6,2	—	—	—	8,6	6,2	18,0
III. Monete di riserva . . . . .	36,0	30,0	-27,7	17,3	48,6	57,5	58,5
A. Dollari USA . . . . .	21,3	7,3	-7,3	5,1	14,4	52,0	52,0
B. Sterline . . . . .	—	—	—	—	23,3	—	-2,4
C. Altre valute ed errori o omissioni . . . . .	14,7	22,7	-20,4	12,2	—	10,9	9,0
Totale . . . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
I. Club di Parigi . . . . .	71,9	78,2	99,7	86,0	54,4	59,6	85,1
A. Centri di riserva . . . . .	31,4	37,1	52,5	117,7	56,5	-5,4	-81,4
1. Stati Uniti . . . . .	26,2	29,9	41,4	82,4	68,9	-11,3	-92,7
2. Regno Unito . . . . .	5,2	7,1	11,2	35,3	-12,4	5,9	11,4
B. Comunità Europea . . . . .	27,6	34,1	40,8	-36,4	-10,2	51,1	125,8
C. Altri paesi . . . . .	12,9	7,0	6,3	4,6	8,2	13,9	41,7
II. Altri paesi: . . . . .	28,1	21,8	0,3	14,0	45,6	40,4	14,9
A. dell'Europa Occidentale . . . . .	7,3	4,9	3,5	1,6	2,2	10,8	26,0
B. dell'America Latina . . . . .	3,2	9,0	-6,4	3,2	9,7	10,4	-18,1
C. dell'Area della sterlina . . . . .	11,4	4,2	3,1	5,9	22,5	11,9	3,9
D. Altri . . . . .	6,2	3,7	0,3	3,3	11,2	7,4	3,3

FONTI: V. Tab. II.

TABELLA V

RAPPORTO DELLE RISERVE INTERNAZIONALI LORDE  
RISPETTO ALLE IMPORTAZIONI E ALL'OFFERTA DI MONETA, 1937-1962

	Riserve in % delle importazioni				Riserve in % dell'offerta di moneta			
	1937	1949	1957	1962	1937	1949	1957	1962
	I. Centri di riserva . . . . .	195,2	172,9	104,9	67,6	44,6	22,1	16,8
1. Stati Uniti . . . . .	358,0	345,0	169,8	96,9	43,2	23,4	18,0	11,4
2. Regno Unito . . . . .	81,2	20,6	21,0	26,3	49,6	12,1	10,0	12,6
II. Comunità Europea . . . . .	81,9	25,7	32,6	51,3	19,8	13,9	20,0	27,8
1. Francia . . . . .	163,1	17,6	10,4	53,9	24,1	7,5	3,8	15,3
2. Germania . . . . .	3,2	8,8	55,5	56,7	0,6	5,8	47,3	48,0
3. Italia . . . . .	28,9	37,4	36,9	60,2	11,2	15,7	16,1	22,2
4. Olanda . . . . .	106,2	23,0	22,6	36,4	69,8	22,7	38,9	53,8
5. Belgio . . . . .	280,7	54,2	29,5	38,5	48,3	31,4	25,5	34,4
III. Altri paesi del Club di Parigi . . . . .	58,8	57,5	32,4	45,4	39,2	36,1	25,5	25,6
1. Canada . . . . .	21,3	41,5	31,1	40,0	19,2	33,3	34,3	38,3
2. Giappone . . . . .	26,0	(22,1)	12,2	35,9	16,7	(10,6)	6,7	11,8
3. Svizzera . . . . .	187,0	191,8	95,7	95,1	73,9	65,6	53,7	50,4
4. Svezia . . . . .	94,8	23,0	20,2	25,7	75,2	21,7	25,2	28,6
IV. Totale degli undici paesi	134,1	103,3	61,1	55,9	35,3	21,9	18,2	17,1

## FONTI:

Calcolati in base a stime di riserve internazionali, importazioni, offerta di moneta e tassi di cambio desunte, con poche eccezioni, da « International Reserve Statistics » (novembre 1963 e « Supplemento » 1963-64).

Le stime dell'offerta di moneta per il 1937 (e a volte per il 1949) non sono sempre strettamente paragonabili a quelle degli ultimi anni. Com'è ad es. per la serie della Gran Bretagna (per la quale i dati « aggiustati » iniziano nel 1951) e per la serie della Germania (per la quale la stima per il 1937 è quella riferita all'anno 1938 in « Annual Report » della Banca per i Regolamenti Internazionali del 1956, p. 197).

Vedi anche la Tab. I per altre fonti e note.

TABELLA VI

FONTE DEGLI AUMENTI DELLE RISERVE LORDE DI PAESI  
DIVERSI DAGLI STATI UNITI, 1950-1962

	In milioni di dollari USA			In % del totale		
	1950-62	1950-57	1958-62	1950-62	1950-57	1958-62
I. Riduzione delle riserve nette statunitensi	19.330	6.895	12.430	70,3	59,0	78,6
A. Perdite di oro . . . . .	8.505	1.705	6.800	30,9	14,6	43,0
B. Riduzione del debito netto verso il F.M.I. . . . .	1.195	- 315	1.510	4,3	- 2,7	9,5
C. Aumento (—) delle riserve valutarie statunitensi . . . . .	- 100	—	- 100	- 0,4	—	- 0,6
D. Aumento dell'indebitamento verso autorità monetarie straniere . . . . .	9.725	5.505	4.220	35,4	47,1	26,7
II. Aumento della riserva aurea di tutti i paesi . . . . .	6.425	3.760	2.665	23,4	32,2	16,9
A. Da fonti occidentali . . . . .	4.635	3.120	1.515	16,9	26,7	9,6
B. Da vendite URSS . . . . .	1.790	640	1.150	6,5	5,5	7,3
III. Influenza netta delle transazioni del F.M.I. . . . .	640	500	140	2,3	4,3	0,9
A. Accumulazione di oro presso il F.M.I. (—) (1) . . . . .	- 695	45	- 745	- 2,5	0,4	- 4,7
B. Investimenti convertibili in oro del F.M.I. (—) . . . . .	- 800	- 200	- 600	- 2,9	- 1,7	- 3,8
C. Tranches-oro del F.M.I. . . . .	2.135	655	1.480	7,8	5,6	9,4
IV. Aumento dei saldi delle monete di riserva diverse dalle disponibilità di dollari ufficialmente riportate (2) . . . . .	1.110	530	580	4,0	4,5	3,7
V. Totale . . . . .	27.505	11.690	15.815	100	100	100
VI. Tasso medio annuo di sviluppo del totale delle riserve (in %) . . . . .	+ 6,7%	+ 5,7%	+ 8,3%			
VII. Tasso medio annuo di riduzione delle riserve nette statunitensi (in %) . . . . .	- 16%	- 5%	- 36%			

(1) Compresa piccole fluttuazioni nell'oro dell'UEP, del Fondo Europeo e della Banca per i Regolamenti Internazionali.

(2) Compresa disponibilità non identificabili di euro-dollari che dovrebbero essere classificate sotto la voce I/D.

FONTE E NOTE: Vedi Tabelle I e II.