

Una proposta per risolvere il problema della liquidità internazionale

Introduzione.

Esattamente sette anni fa, nel marzo del 1959, la « Quarterly Review » della Banca Nazionale del Lavoro pubblicava il primo di due articoli del Professor Robert Triffin (1), che dava l'avvio al dibattito sul problema della liquidità internazionale. Da quel momento un gran numero di piani sono stati proposti, una lunga serie di convegni ha avuto luogo e si sono avviati negoziati ad alto livello. Consensi significativi sono emersi attorno a parecchie delle questioni principali, ma nessuno specifico piano è stato adottato. Non è nostra intenzione riassumere il dibattito, nè ricapitolare le questioni principali. Speriamo invece, offrendo una nuova impostazione all'intero problema, di indicare una via per superare l'odierno punto morto. A tutta prima il nostro può sembrare un piano radicalmente nuovo; in effetti esso non si discosta sostanzialmente dai principi di politica economica e dal comportamento che sembra essere accettato dalla maggior parte dei principali paesi.

Si concorda oggi sul fatto che un adeguato funzionamento del sistema dei pagamenti internazionali, in regime di parità fisse, richiede che l'oro sia affiancato, o addirittura sostituito, da qualche tipo di strumento di credito. Il principale ostacolo all'adozione di un piano concreto è la scelta di un meccanismo di determinazione e di controllo del tasso di variazione nel tempo delle riserve totali. Il problema è di difficile soluzione e riflette le difficoltà incontrate nell'individuare adeguati criteri per determinare se un certo ammon-

(1) La versione italiana di tale articolo, *Il ritorno alla convertibilità: 1926-1931 e 1958-?*, è stata pubblicata in questa Rivista, nel fascicolo di marzo 1959. Il secondo articolo del prof. Triffin è apparso in edizione inglese nel fascicolo di giugno 1959 della « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review »; la traduzione italiana (*La convertibilità di domani. Fini e mezzi della politica monetaria internazionale*) è stata pubblicata nel fascicolo di settembre 1959 di questa Rivista [N.d.R.].

tare complessivo di riserve è « eccessivo », ossia esercita pressioni inflazionistiche sull'economia mondiale, oppure se è « inadeguato », capace cioè di esercitare pressioni verso la deflazione e la disoccupazione. Il timore diffuso che un'autorità internazionale, responsabile della creazione di nuovi strumenti di riserva, possa commettere l'errore di eccedere nelle emissioni, ha d'altra parte determinato una certa riluttanza ad accettare nuovi strumenti in concorrenza con l'oro. Questi problemi sono stati efficacemente messi a fuoco, nella parte dedicata alle « proposte per la liquidità internazionale », nelle considerazioni finali del 1966 *Annual Report of the Council of Economic Advisers* (del Presidente degli Stati Uniti):

« In ogni caso è essenziale che i negoziati (per l'instaurazione di nuovi accordi sulla liquidità internazionale): 1) diano luogo a norme tanto efficaci quanto eque per la creazione, la distribuzione e l'uso di nuovi mezzi di riserva; 2) consentano un'agevole integrazione dei nuovi mezzi nelle strutture esistenti; 3) assicurino un appropriato grado di espansione del volume globale della liquidità internazionale per promuovere un sano sviluppo dell'economia mondiale ».

Il piano sotto delineato è appunto inteso a fornire una soluzione pratica a ciascuno dei suddetti problemi. Esso si basa essenzialmente sul fatto che ogni stato membro deve dichiarare esplicitamente il suo « obiettivo » di riserve e adoperarsi con adatte politiche, interne e internazionali, al fine di mantenere le riserve effettive prossime all'entità indicata come « obiettivo ». L'insieme di tutti gli « obiettivi » a sua volta fornisce una base per la determinazione delle occorrenze complessive di riserve. In aggiunta, il nostro piano include un meccanismo automatico che tende a stabilizzare il potere di acquisto di una nuova unità monetaria internazionale. Questo meccanismo renderebbe la nuova unità molto adatta a essere tesaurizzata (cioè a fungere da strumento di conservazione del valore) e conveniente come unità di conto per le transazioni internazionali.

Nell'esposizione che segue sarà utile una denominazione sintetica per la nuova unità internazionale proposta. La chiameremo *Medium of International Transaction* o più brevemente MIT.

Al fine di individuare le caratteristiche e gli scopi fondamentali del sistema proposto è opportuno descrivere come il sistema potrebbe essere istituito e come dovrebbe funzionare, trascurando le istituzioni recepite e il retaggio del passato così come è incorporato nell'attuale

distribuzione e composizione delle riserve internazionali. Ciò sarà fatto più oltre nella sezione I, nella quale assumiamo che il MIT sia l'unico strumento avente valore legale per le transazioni internazionali tra banche centrali. Successivamente, nella sezione II, indicheremo come il sistema potrebbe essere modificato per consentire il protrarsi dell'uso dell'oro insieme col MIT. Infine nella sezione III affronteremo alcune delle questioni che devono essere risolte nel caso in cui i partecipanti non siano disposti a non tenere conto del passato. Superfluo dirlo, i problemi relativi alla liquidazione delle posizioni ereditate o alla loro integrazione nel nuovo sistema sono in gran parte politici e dovrebbero essere risolti in sede di trattative. Il nostro contributo di economisti deve necessariamente limitarsi a individuare i principali problemi e a delineare le soluzioni alternative.

I. Schema del piano e del suo funzionamento. La versione « ideale ».

1. Ogni stato membro accetta un « obiettivo » di riserve, espresso in unità MIT, per regolare i suoi rapporti con il sistema monetario internazionale. Tale « obiettivo », indicato in seguito con T (iniziale di *target*), è ottenuto da una formula convenuta, la quale tiene conto per ciascun paese del suo commercio con l'estero e di un certo grado di variabilità della sua bilancia dei pagamenti, basato sull'esperienza passata.

Ci soffermeremo su tale formula al termine di questa sezione, una volta chiarito il ruolo dell'obiettivo di riserva. Qui basti notare che, data la formula, il T di un paese varierà nel tempo al mutare del suo commercio con l'estero e del grado di variabilità della sua bilancia dei pagamenti. Per tale ragione usiamo T_t per indicare l'obiettivo di riserva, calcolato con la formula, in un dato momento t . Se gli scambi internazionali continueranno ad espandersi in futuro, come han fatto nel passato, i vari T tenderanno a crescere nel tempo.

2. All'entrata in funzione del Piano la *MIT-bank* (suceduta all'attuale F.M.I.) accredita a ciascun paese in conto corrente un ammontare pari al T calcolato dalla formula alla data di inizio. Questo accreditamento potrebbe essere garantito dal deposito presso la *MIT-bank* di un equivalente ammontare in moneta del paese.

Ad intervalli regolari, ad esempio una volta all'anno, T sarà ricalcolato e ciascun paese riceverà dalla *MIT-bank* un'ulteriore somma a credito del suo conto, pari all'incremento calcolato per T. (Se l'ultimo T dovesse risultare inferiore a quello stabilito l'anno precedente, il deposito del paese sarebbe debitamente decurtato.)

Pertanto, in qualsiasi momento l'insieme dei MIT accreditati dalla *MIT-bank* a un paese sarà esattamente eguale al suo T (salvo le modifiche proposte al punto 5).

3. (a) I paesi partecipanti devono impegnarsi ad usare il MIT quale unico strumento di regolazione dei saldi nascenti dalle transazioni internazionali [salvo quanto osservato al punto 3 (b)]. In particolare la banca centrale di ciascun paese aderente si impegna a vendere, a richiesta, ad altre banche centrali (o ad acquistare) la propria valuta nazionale esclusivamente contro MIT, a un tasso di cambio da essa fissato. Tuttavia, come accade attualmente, le banche centrali possono essere autorizzate a fissare una piccola differenza percentuale tra i loro prezzi di acquisto e di vendita.

(b) Le banche centrali aderenti si impegnano a non detenere, direttamente o indirettamente, valute estere, salvo i piccoli quantitativi occorrenti per le transazioni giornaliere sui mercati valutari. Il saldo ammissibile in valute estere potrebbe essere specificato come il valore più grande tra una certa percentuale di T e un dato importo assoluto (espresso in MIT).

Come risultato delle transazioni di cui al punto 3, le riserve di ciascun paese, misurate dal saldo con la *MIT-bank*, fluttueranno nel tempo, anche se l'aggregato totale dei conti MIT, ossia l'insieme delle riserve, rimane esattamente eguale alla somma di tutti i T (salvo quanto osservato oltre al punto 5). Indicate con R_t le effettive riserve di un dato paese al momento t, introduciamo la seguente clausola, che costituisce il cuore del nostro piano.

4. I paesi partecipanti devono adoperarsi a mantenere in qualsiasi momento le proprie riserve a un livello molto vicino ai rispettivi « obiettivi » T mediante l'adozione di opportune politiche interne e internazionali.

Il rapporto tra la riserva effettiva e il T per ciascun paese può essere convenientemente sintetizzato da un numero che indichi l'ec-

cesso o la deficienza della riserva effettiva in percentuale di T. Questo valore di sintesi può essere denominato *misura dello sbilancio* e denotato con I_t . Esso è dato dalla seguente formula:

$$I_t = \left(\frac{R_t - T_t}{T_t} \right) 100$$

La misura dello sbilancio può essere positiva o negativa e riflettere rispettivamente avanzi o disavanzi passati o presenti della bilancia dei pagamenti.

L'obbligo sancito al punto 4 può quindi essere riassunto nell'impegno di mantenere in qualsiasi momento I_t il più vicino possibile a zero. Ciò implica che tutti i paesi aventi uno sbilancio, sia positivo sia negativo, devono accettare l'impegno di collaborare al processo di aggiustamento. La clausola che segue indica le procedure che dovrebbero assicurare l'osservanza di questo impegno fondamentale.

5. (a) Ogni qualvolta un paese presenta uno sbilancio che si discosta in modo significativo da zero, deve adottare opportune misure per ridurlo. Se, tuttavia, l'entità dello sbilancio resta contenuta nell'ambito di limiti prefissati, che d'ora in poi chiameremo *campo di variazione normale*, il paese non è tenuto a adottare alcuna misura immediata.

A fini pratici assumiamo che il campo di variazione normale sia compreso tra un valore di ± 50 per cento, il che implica che l'eccedenza o il deficit totale nella bilancia dei pagamenti di un paese non sia superiore al 50 per cento di T. Per valori di I_t situati nel campo di variazione normale le limitazioni della libertà di azione di un paese dovrebbero essere soltanto di carattere negativo: il paese interessato non dovrebbe accrescere gli ostacoli imposti al commercio con l'estero o alla convertibilità della propria valuta, nè mutare la parità della propria moneta con il MIT. (In particolari circostanze potrebbero essere ammesse eccezioni a tale clausola; così un paese che si trovasse nel campo di variazione normale, ma con forte disoccupazione, potrebbe desiderare una svalutazione della propria moneta per prevenire perdite di riserve durante il processo d'espansione della domanda interna. Ogni decisione in materia dovrebbe però essere approvata da un apposito organo supervisore della *MIT-bank*.)

(b) Se lo sbilancio di un paese eccede il campo di variazione normale, a causa della mancanza di opportune misure tempestive o della loro inefficacia o per altre ragioni, il paese interessato deve sottomettere all'approvazione della *MIT-bank* un programma di eliminazione dello sbilancio entro un ragionevole periodo di tempo. La *MIT-bank* dovrebbe essere anche responsabile del controllo dell'applicazione del programma e dovrebbe avere la facoltà di proporre modifiche alla luce di elementi nuovi che emergessero nel periodo in cui lo sbilancio resta fuori del campo di variazione normale.

Il processo di aggiustamento descritto al punto 5 potrebbe essere reso più efficace se, oltre che evitare eccessivi scostamenti da T in ciascun anno, i paesi aderenti si impegnassero a evitare *prolungati* sbilanci di entrambi i segni sia pure nel campo di variazione normale. Gli sbilanci mantenuti per un lungo periodo di tempo possono infatti complicare il processo di aggiustamento degli altri paesi e anche interferire con il meccanismo di stabilizzazione dei prezzi delineato più avanti al punto 6. Sui metodi per rendere operativo questo impegno non c'è bisogno di soffermarsi qui in modo particolareggiato. In sostanza, un paese potrebbe essere considerato *al di fuori del campo di variazione normale* non solo quando il suo sbilancio I superasse il limite di 50 punti, ma anche quando una media mobile di I, comprendente 2, 3, ..., n termini, cadesse al di fuori di fasce stabilite, che potrebbero essere tanto più strette quanto più grande è il valore di n.

Noi raccomandiamo che la lista delle misure possibili per paesi con sbilanci sia piuttosto ricca (finché si tratti di misure che non hanno carattere discriminatorio), più ricca di quanto il FMI e altri organismi internazionali non siano disposti a accettare. Per un paese con uno sbilancio positivo le misure accettabili potrebbero includere provvedimenti reflazionistici (se il paese soffre anche di domanda globale inadeguata e presenta un livello dei prezzi in declino), incentivi fiscali e monetari all'esportazione di capitali e disincentivi alle corrispondenti importazioni, e la rivalutazione della moneta nazionale rispetto al MIT. Un paese con sbilancio negativo dovrebbe essere incoraggiato ad adottare misure deflazionistiche fiscali e monetarie se fosse alle prese con un'eccessiva domanda interna e/o con prezzi rapidamente crescenti; altrimenti dovrebbe essere incoraggiato a incentivare o disincentivare rispettivamente le importazioni o le esportazioni di capitali, a svalutare la propria moneta o ad applicare

forme addizionali e a larga base di dazi sulle importazioni e di sussidi alle esportazioni, soprattutto se le difficoltà fossero temporanee. In breve, nell'esaminare le politiche di un paese, l'organo supervisore della *MIT-bank* dovrebbe ispirarsi al principio che le politiche comportanti un costo interno notevole, come rialzi dei prezzi o disoccupazione, dovrebbero essere imposte o incoraggiate solo in ultima istanza. Poniamo in risalto questo punto nel convincimento che è opportuno e necessario consentire ai paesi membri un'ampia libertà d'azione per indurli ad accettare la limitazione di sovranità implicita nel nostro piano.

Se un paese non si conformasse alle disposizioni previste dalla clausola 5 (b), dovrebbe incorrere in sanzioni. Nel caso di un paese avente sbilanci attivi, che si rifiutasse di sottoporre all'approvazione un accettabile programma di misure correttive, la sanzione potrebbe assumere la forma di una multa annuale pari a una percentuale progressiva dell'importo eccedente il campo di variazione normale. (Se, per esempio, l'aliquota della multa fosse pari all'eccedenza di I, oltre il 50 per cento e venisse applicata su tale eccedenza, un paese con riserve pari al doppio di T, cioè con I uguale a 100, perderebbe un quarto delle riserve eccedenti nel corso di un anno.) Gli importi ricavati dalle penalizzazioni potrebbero essere distribuiti tra i rimanenti paesi in proporzione ai rispettivi T. Nel caso di un paese con un ampio sbilancio negativo, l'applicazione di multe non sarebbe soluzione soddisfacente, poiché ridurrebbe ulteriormente le riserve deficitarie del paese. Qui le sanzioni opportune potrebbero essere la perdita di altre prerogative — come i diritti di voto e i privilegi nella distribuzione delle riserve — e, al limite, il congelamento di ogni saldo residuo nel conto in MIT. L'osservanza degli impegni, d'altra parte, potrebbe essere compensata con l'attribuzione di limitate linee di credito per agevolare difficili processi di aggiustamento.

Poiché invociamo maggior libertà di ricorrere a variazioni di singole parità di cambio come strumento di aggiustamento, desideriamo anche sollecitare un approfondito esame della possibilità di attuarle con una serie di piccoli e frequenti ritocchi, piuttosto che con balzi discontinui; ogni ritocco potrebbe essere limitato, ad esempio, allo 0,5 per cento mensile. Se queste variazioni mensili delle parità nominali fossero mantenute nell'ambito dei consueti punti di parità, dovrebbero mancare seri incentivi a speculazioni disequilibri-

branti e il mercato a termine potrebbe assicurare un aggiustamento senza scosse.

Lo schema sopra descritto sarebbe utile a creare la quantità opportuna di riserve internazionali, e a determinare la distribuzione tra i vari paesi sia dei mezzi iniziali di riserva e dei successivi incrementi, sia dell'onere degli aggiustamenti tra paesi deficitari e paesi in surplus. Esso però non sarebbe al riparo dai pericoli d'inflazione o deflazione. Se taluni paesi promuovessero processi inflazionistici o deflatori, essi trasferirebbero parte dell'onere dell'aggiustamento sugli altri paesi « a comportamento corretto ». Inoltre non ci sarebbe garanzia di stabilità nel lungo periodo per il potere d'acquisto del MIT. Proponiamo di risolvere questo problema con la seguente modifica della clausola 2.

6. A intervalli regolari l'ufficio statistica della *MIT-bank* calcola un indice dei prezzi, in termini di MIT, delle merci e servizi scambiati sul mercato internazionale, ponderato con pesi che riflettano la loro importanza nel commercio mondiale. (Alternativamente potrebbe prendersi in considerazione l'uso di pesi che riflettano l'importanza delle merci e dei servizi nella produzione mondiale anziché nel commercio.) Indichiamo con P_t il valore di tale indice nell'anno base (l'anno d'inizio del piano). L'ammontare del conto di riserva accreditato a ciascun paese alla data t sarà allora posto eguale non a T_t , secondo la clausola 2, ma a T_t/P_t , cioè all'obiettivo di riserva espresso in MIT deflazionato con l'uso dell'indice dei prezzi.

Secondo la nuova clausola un aumento dei prezzi al di sopra del livello dell'anno base, $P_t - P_0$, farebbe sì che il totale delle effettive riserve MIT diverrebbe inferiore al totale degli obiettivi T di un fattore $(P_t - P_0)/P_t$. (Se, per esempio, i prezzi fossero cresciuti del 10 per cento, P_t sarebbe eguale a 1,1 e le riserve totali risulterebbero inferiori agli obiettivi totali di riserva di $0,1/1,1 \approx 10$ per cento.) Pertanto, anche se alcuni paesi fossero ancora al di sopra dei propri T , il partecipante tipo sarebbe più spinto a deflazionare che a inflazionare, cioè a prendere misure tendenti a ridurre P_t . Deve tuttavia ricordarsi che questa pressione a deflazionare potrebbe essere sempre neutralizzata con una riduzione della parità MIT di date monete nazionali. Se, in particolare, i prezzi fossero cresciuti tanto da causare un forte calo delle riserve totali rispetto all'insieme dei T e da imporre quindi eccessive pressioni in senso deflazionistico, alcuni o

tutti i paesi potrebbero concordare una svalutazione simultanea delle rispettive monete rispetto al MIT. Ciò manterrebbe invariato il potere d'acquisto del MIT, e insieme impedirebbe pressioni deflazionistiche all'interno di singoli paesi.

Modificazioni della clausola 6 sono possibili e potrebbero forse essere desiderabili. In particolare potrebbe stabilirsi che P_t cresca a un saggio prestabilito, ad esempio dell'1 per cento annuo, per evitare la distorsione verso il basso che comporta la maggior parte degli indici dei prezzi, incapaci di riflettere i miglioramenti qualitativi delle merci. In tal caso l'ammontare dell'accreditamento per riserva concesso a ciascun paese sarebbe dato da

$$T_t / \left[\frac{P_t}{(1,01)^t} \right]$$

Poiché i paesi potrebbero tentare di eludere gli impegni d'aggiustamento mediante prestiti bilaterali di MIT contro valute, sembra opportuno aggiungere la seguente clausola.

7. Qualsiasi prestito tra banche centrali è trattato come parte della riserva del paese mutuante e viene dedotto dalla riserva del mutuatario ai fini del calcolo dell'indice di sbilancio I_t .

Dalla nostra descrizione del piano dovrebbe risultare chiaramente che la funzione principale dell'obiettivo di riserva è quella di determinare l'ambito entro il quale è consentito a ciascun paese di lasciare fluttuare le sue riserve senza incorrere nell'obbligo di adottare correttivi. Ne segue che il campo di variazione e quindi il T di un dato paese dovrebbe essere stabilito principalmente tenendo conto dell'ampiezza con cui si attende che le riserve di un paese fluttuino per movimenti casuali che non riflettano un « disequilibrio fondamentale » e siano suscettibili di invertirsi automaticamente o con l'intervento di una blanda azione correttiva. Per tal motivo l'obiettivo T dovrebbe essere principalmente basato sulla variabilità delle riserve effettive di un paese nel periodo passato; per esempio potrebbe basarsi inizialmente su un multiplo dello scarto quadratico medio delle riserve effettive, poniamo, nel decennio antecedente l'entrata in funzione del piano; o meglio ancora, su uno scarto quadratico medio ponderato con pesi maggiori per le rilevazioni più recenti. Varato il piano, gli scarti potrebbero essere calcolati non dalla media delle riserve effettive ma dall'obiettivo di riserva. La formula che

stabilisce il T di un paese dovrebbe anche tenere conto delle particolarità di quel paese. Se, per esempio, il dollaro e la sterlina fossero ancora usati come monete-riserva — e ci attendiamo che ciò avvenga —, questo fatto dovrebbe essere tenuto presente nelle formule per gli Stati Uniti e per l'Inghilterra.

In ogni caso i nostri suggerimenti circa la formula per calcolare T_i vogliono avere un valore solo indicativo. Crediamo d'essere sulla via giusta, anche perchè i fatti mostrano che certe banche centrali già seguirebbero politiche con impliciti obiettivi di riserve, riferiti alla variabilità nel breve periodo della bilancia dei pagamenti (2). L'adozione definitiva di una formula richiede però studi tecnici più approfonditi e, in ultima analisi, comporta trattative internazionali, con inevitabili e prevalenti riflessi politici. Desideriamo solamente sottolineare che i problemi in gioco non sono insolubili; essi sono della stessa natura e complessità di quelli che sono già stati affrontati e risolti nello stabilire le quote del FMI.

II. Modifiche del piano per consentire che l'oro continui ad essere usato come strumento di riserva.

La versione ideale del piano sopra delineato implica chiaramente la demonetizzazione dell'oro (e dei saldi ufficiali in dollari e sterline). Le attuali consistenze di oro e di monete-riserva potrebbero essere conservate dai paesi partecipanti come riserve d'emergenza da rimonetizzare se, per una qualsiasi ragione, si dovesse decidere di liquidare il nuovo piano e di ritornare allo *status quo ante*.

Noi crediamo che questa versione ideale del nostro piano sia la soluzione più desiderabile e efficiente, a patto che il mondo sia pronto a tradurre in pratica le ripetute, reverenti affermazioni sulla cooperazione internazionale. Pur senza rendere ossequio a una tradizione, per alcuni sacra, ma al solo fine di facilitare la transizione da un sistema all'altro, indichiamo di seguito come le varie clausole del nostro piano potrebbero essere modificate per consentire ancora l'uso dell'oro, assieme al MIT, quale strumento di riserva.

Per tenere distinto il funzionamento del sistema dai problemi di transizione, nascenti dalla liquidazione dei congegni in essere,

(2) Cfr., ad esempio, P. B. KENEN e E. B. YUDIN, *The Demand for International Reserves*, in « The Review of Economics and Statistics », agosto 1965, pagg. 242-50.

noi assumiamo che, all'inizio del nuovo piano, l'oro sia distribuito tra i paesi in proporzione ai rispettivi T iniziali, oppure che i paesi con disponibilità sproporzionate di oro accettino di ricevere dalla *MIT-bank* un ammontare di credito proporzionalmente più piccolo (e inoltre che i paesi le cui scorte di oro eccedessero i rispettivi T si impegnino a congelare l'oro in surplus per la durata del piano).

Nella clausola 2 la prima proposizione (v. pagg. 5-6) può essere sostituita dalla seguente:

2'. All'entrata in funzione del piano, la *MIT-bank* annuncerà un prezzo di acquisto dell'oro in termini di MIT (che potrà essere modificato in seguito solo da una maggioranza qualificata di paesi membri) e si impegnerà ad acquistare (ma non a vendere) a tale prezzo oro contro MIT. All'inizio del piano la *MIT-bank* accrediterà a ciascun paese membro un dato importo in conto corrente, tale che la somma di questo accreditamento e dell'oro posseduto dal paese sia eguale al T iniziale.

La clausola 3 (a) può essere così modificata:

3 (a). I paesi membri si impegnano a usare oro e MIT quali unici fungibili strumenti di regolazione dei saldi nascenti da transazioni internazionali [salvo quanto osservato al punto 3 (b)]. In particolare, ciascuna banca centrale si impegna a vendere, a richiesta, ad altre banche centrali (o ad acquistare) la propria moneta nazionale contro oro o MIT a un tasso di cambio da essa stabilito. La banca che paga con riserve ha l'opzione di pagare con oro o con MIT. Le banche aderenti si impegnano a segnalare tutti i trasferimenti di oro a e da altre banche centrali e a scambiare oro solo tra esse o con la *MIT-bank*.

Nella clausola 4 la prima proposizione può essere così modificata:

4'. La riserva di ciascun paese, alla quale si fa riferimento nelle clausole 4 e 6, si considera composta dal saldo del conto con la *MIT-bank* e dalla riserva in oro registrata. Quest'ultima si compone dell'oro di proprietà al momento d'inizio del piano più gli acquisti netti di oro da altre banche centrali, come risultano dalle segnalazioni alla *MIT-bank*, meno l'oro venduto alla *MIT-bank*.

Questa clausola, con la 3', implica che l'oro può continuare a svolgere la sua funzione di moneta, ma esclude la possibilità di monetizzare l'oro in mano ai privati e quello di nuova produzione. Se si desiderasse un'ulteriore monetizzazione di oro — proposito che a nostro avviso merita poca considerazione — la clausola 4' potrebbe essere così integrata:

4". Una banca centrale, che desideri acquistare oro al di fuori del sistema delle banche centrali partecipanti e includerlo nelle riserve, può farlo dandone comunicazione alla *MIT-bank* e accettando che il valore MIT di detti acquisti sia dedotto dal proprio conto con la *MIT-bank*.

Questa clausola garantisce che, a qualsiasi data, le riserve complessive dei paesi membri, valutate in MIT, sono esattamente eguali all'importo descritto nella clausola 6. (Si noti che i singoli paesi potrebbero essere autorizzati a tenere piccole scorte di oro allo scopo di compiere operazioni di acquisto e vendita della propria moneta con propri residenti e con paesi non aderenti. Questi saldi, tuttavia, non dovrebbero essere inclusi nel calcolo delle riserve previste dal piano.)

III. Osservazioni e suggerimenti sui problemi di transizione.

Come si è notato, i problemi di transizione verso il nuovo sistema sono fondamentalmente politici, e sono analoghi a quelli sollevati da molti altri piani proposti per migliorare il meccanismo monetario internazionale. Di conseguenza non presumiamo di fornire soluzioni; ci limitiamo, piuttosto, a delineare le possibili alternative tra le quali i paesi devono in ultima analisi scegliere.

Alternativa A: la « soluzione ideale ».

Secondo questa impostazione, i paesi dovrebbero impegnarsi a sperimentare la « versione ideale » del piano per un certo periodo di tempo, ad esempio per cinque anni. Per la durata del periodo di prova essi conserverebbero le loro attuali disponibilità di oro e di monete-riserva, ma *non* le includerebbero nelle riserve; queste sarebbero quindi interamente composte da MIT. Il Fondo Monetario Internazionale verrebbe liquidato, e si provvederebbe all'ammorta-

mento degli utilizzi delle *credit-tranches*. I paesi membri otterrebbero i loro depositi iniziali presso la *MIT-bank* (e i successivi incrementi) in contropartita esclusivamente di moneta nazionale. Se il piano dovesse essere liquidato al termine o prima del periodo di prova, ciascun paese rimonetizzerebbe le riserve auree e i saldi in monete estere (dollari e sterline) antecedenti al piano; su tali saldi gli Stati Uniti e l'Inghilterra avrebbero dato una garanzia in oro o in MIT per la durata del periodo di prova. Un saldo di un paese membro con la *MIT-bank* non eccedente l'obiettivo di riserva T verrebbe liquidato in moneta nazionale. Le rimanenti riserve sarebbero liquidate distribuendo le disponibilità valutarie residue della *MIT-bank* (ossia quelle dei paesi che si trovassero al di sotto di T alla chiusura del piano) in proporzione ai rimanenti crediti in MIT vantati da ciascun paese. La liquidazione di tali valute, dopo la loro distribuzione, dovrebbe essere negoziata. A tal proposito esistono vari precedenti, come gli accordi per la liquidazione dell'Unione Europea dei Pagamenti. Se, per altro, una maggioranza qualificata decidesse di continuare l'applicazione del piano oltre il periodo di prova, una serie di disposizioni dovrebbe regolare il graduale ammortamento (possibilmente in oro) dei saldi in monete-riserva.

Questo metodo di transizione sarebbe egualmente applicabile alla versione alternativa del piano descritta nella sezione II; i paesi membri avrebbero allora l'opzione di includere nelle proprie riserve tutto l'oro di loro proprietà dopo la sottoscrizione, a condizione che l'accreditamento ricevuto inizialmente dalla *MIT-bank* fosse poi ridotto di un ammontare corrispondente.

Alternativa B: *Redistribuzione delle esistenti riserve auree mediante mutue operazioni di prestito.*

La caratteristica essenziale dell'alternativa A è che i paesi aventi riserve in eccesso rispetto a T non trarrebbero beneficio dalle passate accumulazioni per la durata del piano. L'alternativa B consente che le esperienze di pagamento ante-piano abbiano una certa parziale influenza. Ciascun paese sottoscriverebbe in oro presso la *MIT-bank* un importo pari a una parte del proprio T — secondo una percentuale risultante dal rapporto tra la somma di tutte le riserve auree e il totale dei T di tutti i paesi; la differenza sarebbe versata in moneta nazionale. In tal modo tutto l'oro verrebbe trasferito alla *MIT-bank*. I paesi che non disponessero di oro sufficiente potrebbero

acquistarlo dagli Stati Uniti o dall'Inghilterra in cambio di dollari o sterline (ciò può richiedere una transitoria assistenza all'Inghilterra). Se alcuni paesi avessero ancora un'insufficienza di oro, e quindi altri disponessero di corrispondenti surplus, la *MIT-bank* potrebbe acquistare detti surplus e rivenderli ai paesi deficitari, stabilendo un piano di ammortamento del debito e degli interessi calcolato in MIT. Disposizioni dovrebbero essere date anche per il pagamento dei saldi residui in dollari e sterline, con un piano di ammortamento anch'esso espresso in MIT; oppure potrebbe rinviarsi l'ammortamento delle quote capitali alla fine del periodo di prova.

L'alternativa B può essere adottata anche nel caso in cui l'oro continuasse a essere usato assieme al MIT, come nella versione II del piano; in tal caso dovrebbe essere permesso alle banche aderenti di riacquistare oro dalla *MIT-bank* a valere sui loro conti in MIT, fino a importi non eccedenti le rispettive sottoscrizioni in oro (meno qualsiasi debito nascente dalle operazioni descritte nel precedente paragrafo).

Alternativa C: Versione II del piano con condizioni iniziali riflettenti appieno l'eredità del passato.

Una volta fissato il T iniziale nel modo già detto, ciascun paese riceverebbe in MIT una percentuale di T pari all'eccedenza dei T complessivi sulle riserve totali preesistenti al piano divisa per il totale dei T. Per riserve preesistenti intendiamo qui le riserve comprendenti anche l'oro e le monete-riserva, più la quota e super-quota oro presso il FMI.

Pertanto all'inizio del piano le riserve di ciascun paese consisterebbero del citato saldo iniziale in MIT, più le riserve preesistenti meno i debiti verso il FMI (prelevamenti sulle *credit-tranches*). A questo punto i saldi in monete-riserva sarebbero trasferiti alla *MIT-bank* contro un equivalente accreditamento in MIT, mentre le riserve in oro potrebbero essere tenute dalle singole banche centrali o scambiate con MIT. Di conseguenza, un paese potrebbe iniziare il piano con riserve differenti dal suo T, cioè con un saldo ereditato dal passato, positivo o negativo, che potrebbe in molti casi eccedere il campo di variazione normale. I paesi che si trovassero in simili condizioni dovrebbero prendere immediati provvedimenti correttivi. Ma un siffatto inizio potrebbe non essere considerato accettabile e equo; se così fosse, e per agevolare gli aggiustamenti richiesti, ai paesi

aventi riserve differenti da T potrebbe essere assegnato un obiettivo di riserva temporaneo che tenesse conto dell'entità dello sbilancio. Il T temporaneo dovrebbe essere eguale all'accreditamento in MIT più la riserva in oro al momento iniziale; esso dovrebbe essere aumentato di eguali importi annui di MIT per il periodo di transizione, poniamo nel corso di 5 anni, in modo che alla fine del periodo di transizione il T temporaneo coincidesse con quello calcolato con la prescritta formula, cioè con il vero T. Gli Stati Uniti e l'Inghilterra dovrebbero pagare un interesse sui saldi nelle rispettive monete trasferiti alla *MIT-bank* e accettare un loro ammortamento graduale.

IV. Considerazioni finali.

Le numerose varianti del nostro piano hanno molto in comune con altri piani proposti per assicurare un'« adeguata » dotazione di riserve internazionali. In effetti la formulazione II del nostro piano è una versione più ampia del cosiddetto progetto di « unità di riserva composita » (CRU), secondo il quale *tutti* i paesi membri parteciperebbero alla creazione dell'unità di riserva *in proporzione* ai rispettivi T. Le caratteristiche *nuove* della nostra proposta, che potrebbe facilmente essere innestata sulla maggior parte degli altri progetti, possono essere così riassunte:

1) il nostro piano consente di stabilire l'opportuno ammontare delle riserve internazionali totali occorrenti in un dato momento e il contributo di ciascun paese membro alla loro creazione; la nostra soluzione è tanto sana quanto equa, essendo direttamente e operativamente collegata al processo di aggiustamento;

2) essa addossa l'onere dell'aggiustamento imparzialmente ai paesi in deficit e ai paesi in surplus, evitando così distorsioni sia inflazionistiche che deflazionistiche;

3) le regole di determinazione dei T e degli accreditamenti in MIT assicurano che la nuova unità MIT tenderà a conservare un potere d'acquisto costante in termini di un ampio complesso di merci scambiate sui mercati internazionali. L'esistenza di una unità stabile, a sua volta, dovrebbe rendere più facili ai paesi membri eventuali variazioni della parità di monete nazionali, dato che i contratti possono essere stipulati direttamente in MIT. Invero, un giorno i prezzi sul mercato internazionale potrebbero essere espressi addirittura in MIT, anche se regolati in moneta nazionale. Anche i contratti a

termine potrebbero essere stilati direttamente in MIT. Più in generale, il MIT potrebbe diventare il mezzo di pagamento naturale nella stipulazione di contratti internazionali (e anche nazionali) a valori monetari fissi, come prestiti a lungo termine e obbligazionari. I paesi membri potrebbero essere invitati a non contestare la liceità della « clausola MIT », almeno nei contratti internazionali, per la sua particolare convenienza.

In pari tempo l'adozione del piano, almeno nella versione II, richiederebbe solo piccole modifiche istituzionali oltre quelle che la maggior parte dei paesi sembrano già disposti ad accettare. L'unico impegno addizionale richiesto agli aderenti sarebbe quello di codificare e rispettare certe norme di cooperazione monetaria internazionale, che da molto tempo dichiarano di voler sottoscrivere. Fondamentale tra queste norme è il principio che la posizione di riserva non dovrebbe essere uno strumento di politica internazionale.

FRANCO MODIGLIANI e PETER KENEN