

La coesistenza di tre tipi di strumenti di riserva

Premessa.

Il primo rapporto dei sostituti del gruppo dei Dieci e il parallelo rapporto del FMI, del 1964, concordavano sulle deficienze basilari del nostro sistema monetario internazionale e sulla natura « generale » delle profonde riforme indispensabili per un suo soddisfacente funzionamento nel futuro.

Nei tre anni trascorsi non si è riusciti, sfortunatamente, a raggiungere un analogo accordo sulle « concrete » misure e sugli impegni necessari per attuare le raccomandazioni di massima dei due rapporti del 1964. Il rapporto Ossola del 1965 è stato essenzialmente un'acuta, ma scoraggiante rassegna dei crescenti divari di opinione fra la Francia a un estremo e gli anglosassoni all'altro. Il rapporto Emminger del 1966 ha cercato disperatamente di giungere a qualche forma di consenso o semiconsenso intorno al quale concentrare le ulteriori discussioni; esso ha però posto principalmente l'accento su quella delle questioni in discussione per la quale più netti erano i contrasti, cioè sul cosiddetto « contingency planning » per una deliberata creazione di riserve. Da due terzi a tre quarti del rapporto Emminger erano dedicati a quest'unica questione; ma i francesi rifiutarono di partecipare alla discussione e alla formulazione delle varie direttive e proposte alternative, sulle quali gli altri membri continuavano essi stessi a sostenere opinioni disparatissime o addirittura opposte.

I diplomatici, peraltro, raramente brillano per schiettezza. Essi non cercano di vendere le loro posizioni alla controparte facendo valere gli argomenti che li hanno indotti ad adottarle, cioè gli interessi reali o supposti tali dei loro paesi. Al contrario fanno del loro meglio per nascondere i veri motivi sotto il velo di discussioni tecniche sui meriti e demeriti di indirizzi e procedure alternative valutati sotto un profilo oggettivo e internazionale. Così, a quanto risulta

dai resoconti ufficiali, le divergenze dei Dieci han riguardato l'ampiezza e composizione del gruppo di paesi che dovrebbero partecipare al progetto di creazione di riserve, i diritti di voto e le procedure per le votazioni, la scelta fra « unità di riserva » e « diritti di tiraggio », le norme per disciplinare l'uso, l'accettazione e la conservazione dei proposti strumenti di riserva, il posto da conservare all'oro, ecc.

Sotto tutti questi aspetti tecnici, e necessarie per comprenderli e valutarli realisticamente, ci sono tuttavia le ragioni politiche che determinano le diverse preferenze delle varie nazioni per l'uno o l'altro dei tre strumenti di riserva. Queste più vaste ragioni politiche sono venute alla luce non intorno al tavolo dei Dieci o del Fondo Monetario, ma nelle dichiarazioni del Presidente De Gaulle e del suo Ministro delle Finanze da una parte e del Segretario del Tesoro americano dall'altra.

Gli Stati Uniti si preoccupano comprensibilmente di mantenere la tradizionale funzione del dollaro come strumento internazionale di riserva, e tendono a considerare ogni nuovo strumento di riserva come un mezzo alternativo all'accumulazione da parte di altri paesi di oro piuttosto che di dollari. Questo atteggiamento, e le concrete proposte che esso ha ispirato, è considerato da altri, e particolarmente dai francesi, come preordinato ad aiutare gli Stati Uniti a finanziare i deficit di bilancia dei pagamenti quanto più possibile mediante crediti da parte di altre banche centrali (accumulazione di dollari), e ad usare le nuove unità di riserva principalmente come surrogato di successive conversioni in oro americano dei saldi in dollari precariamente accumulati dalle banche centrali col vigente sistema. Il disagio per le implicazioni politiche e finanziarie dell'orientamento statunitense è stato aggravato, nel 1966 e nel 1967, dall'annuncio che notevoli disavanzi nella bilancia dei pagamenti americana sarebbero continuati per tutta la durata della guerra del Vietnam, e dalle pressioni esercitate sui paesi europei perchè si astengano da conversioni in oro nella misura necessaria a finanziare gli investimenti americani in Europa (superiori di dieci volte all'importo annuo degli anni '50) e le conseguenze valutarie della permanenza all'estero di truppe americane e alleate. In mancanza di una cooperazione di questo tipo, gli Stati Uniti — così ha dichiarato il sottosegretario Fowler a Pebble Beach — potrebbero essere costretti a prendere iniziative unilaterali, pericolose per il sistema monetario internazionale. Tali iniziative sono state interpretate da banchieri ed economisti come

consistenti nel rompere il legame fra il dollaro e l'oro e costringere il resto del mondo in un'« area del dollaro » inconvertibile.

Queste fosche prospettive hanno indotto, verso la fine di aprile del 1967, i paesi della Comunità Economica Europea a stringersi intorno ad un programma comune, accettabile da tutti i paesi membri e capace di fornire per la prima volta la possibilità di assicurare la partecipazione della Francia a una riforma del sistema monetario internazionale. Sebbene largamente prospettato come una vittoria della Francia, questo accordo ha comportato notevoli e costruttivi mutamenti nelle proposte e negli atteggiamenti precedenti dei francesi. Mentre la Francia fino allora aveva posto l'accento principalmente su un rigoroso gold standard come unica alternativa a « inaccettabili » rinunce di sovranità a favore dei tecnocrati internazionali di un Fondo Monetario dominato dagli Stati Uniti, è passata oggi a propugnare un sostanziale rafforzamento della capacità di credito e dell'autorità politica del FMI. Contrariamente alla linea più dura, ma non realistica, precedentemente seguita, i francesi hanno finito col riconoscere che qualche parziale concentrazione di sovranità in un organismo internazionale a gestione comune era diventata la sola pratica alternativa sia di un'anarchia internazionale, sia di ben più ampie e cieche rinunce di sovranità a favore degli Stati Uniti.

Non si può ancora essere molto ottimisti sulle possibilità di accordo dischiuse da questo nuovo, drammatico sviluppo negli estenuanti negoziati in corso dal 1963. La mia convinzione d'oggi, come di ieri, è che la più urgente e promettente zona iniziale d'intesa sta nel proteggere il livello esistente delle riserve internazionali contro capricciose conversioni in oro degli enormi saldi in valuta accumulati nei lunghi anni di funzionamento del malaugurato gold-exchange standard (1). Anche un siffatto limitato accordo sarebbe un potente strumento per scoraggiare l'attuale diffusa speculazione sull'oro, e così eliminerebbe almeno un importante fattore di debolezza per la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e del Regno Unito. Esso darebbe inoltre ai negozianti un ulteriore respiro per esplorare, in un'atmosfera notevolmente migliore, le controverse questioni che

(1) V. il mio articolo *Il problema della riforma del sistema monetario internazionale: questioni fondamentali e prospettive di una prima area d'accordo*, in questa Rivista, giugno 1964, e le mie più recenti proposte avanzate in *Contingency Planning for U.S. International Monetary Policy*, Subcommittee on International Exchange and Payments of the Joint Economic Committee, Congress of the United States (Washington, D.C., dicembre 1966), pp. 133-144.

riguardano la creazione concertata, l'assegnazione e la gestione delle riserve fiduciarie aggiuntive necessarie per sostenere il continuo sviluppo del commercio e della produzione mondiali. Infine i meccanismi posti in opera per impedire indesiderabili *riduzioni* negli attuali livelli delle riserve potrebbero essere facilmente riveduti e integrati quando si riconoscesse il bisogno — come inevitabilmente avverrà prima o poi — di *espandere* i suddetti livelli di riserva al tasso desiderato.

Queste questioni e prospettive generali sono considerate solo incidentalmente nel presente articolo, in parte scritto come base di partenza per discussioni tecniche svoltesi in un convegno privato di economisti e negozianti a Bellagio nel marzo 1967. Il tema del convegno era: « La coesistenza di tre tipi di strumenti di riserva ». Il presente articolo riassume brevemente (parte I) le ormai familiari considerazioni riguardanti l'influenza dei tre tipi di strumenti sulla crescita delle riserve mondiali. La parte II tratta della loro influenza, ugualmente importante ma meno generalmente avvertita, sul processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti. Le due parti riproducono il testo presentato a Bellagio, con aggiornamenti e ulteriori chiarimenti delle stime presentate nelle tabelle. La parte III è stata completamente riscritta e cerca di dedurre dalle due precedenti parti tecniche le mie risposte personali alle più ampie questioni sollevate in questa premessa.

I. Influenza dei tre tipi di attività di riserva sullo sviluppo delle riserve mondiali.

1. - I dati (sintetizzati nella Tab. 1) sono così noti che non hanno bisogno di essere diffusamente commentati. Da rilevare soltanto:

a) la crescente proporzione delle vendite di oro sovietiche negli aumenti totali di oro monetario del mondo occidentale, fino a più del 165% nel 1965, e il loro improvviso inaridirsi nel 1966 (Tab. 1, linea 1);

b) le ampie fluttuazioni nei contributi forniti da divise estere, particolarmente per lo sviluppo delle riserve di paesi non a moneta riserva (da un massimo di 2,2 miliardi di dollari nel 1963 ad una contrazione di 1,8 miliardi nel 1965: ultima riga della Tab. 1);

c) l'aumento spettacolare delle operazioni FMI-BRI (posizione di riserva FMI più vendite di oro FMI-BRI) resesi necessarie nel

Tab. 1
FONTI DEGLI AUMENTI DELLE RISERVE LORDE, 1960-1966

	In milioni di dollari U.S.A.				In % del totale		
	Periodo 1960-1966		Media annua		1960-64	1965	1966
	Min.	Mass.	1960-64	1965	1966	1965	1966
I. Oro monetario	-90	835	575	240	-90	18	-7
A. Da fonti sovietiche	—	550	345	400	—	30	—
B. Da altre fonti	-160	300	230	-160	-90	-12	-7
II. Operazioni FMI-BRI	-115	2.015	210	2.015	50	148	4
A. Oro	-905	795	30	795	-995	59	-72
B. Posizione di riserva nel Fondo	-365	1.220	180	1.220	955	90	76
III. Valute	-900	2.425	1.440	-900	1.285	-66	103
A. Dollari	-955	1.665	1.115	45	-955	3	-76
B. Sterline	-320	715	165	-320	715	-24	57
C. Euro-dollari, euro-sterline, altre valute e differenze	-630	1.525	155	-630	1.525	-46	122
IV. Riserve lorde mondiali	320	3.405	2.225	1.355	1.250	100	100
Riserve valutarie di paesi diversi dagli Stati Uniti e dal Regno Unito	-1.810	2.245	1.365	-1.810	325	-133	26

Fonti e Note:

1. V. Tabelle 2 e 3 e particolarmente Tabella 4 d'Appendice.

2. Le stime sono state arrotondate a 5 milioni di dollari.

3. Ovviamente le stime minime e massime delle voci e sottovoci delle due prime colonne non corrispondono ai minimi e massimi delle stime complessive delle linee I, II, III e IV.

1965 per neutralizzare massicce liquidazioni della componente valutaria delle riserve lorde (linea II della Tab. 1) e provocare un aumento relativamente modesto di queste ultime;

d) le forti oscillazioni nello sviluppo delle riserve totali (da un minimo di 300 milioni di dollari nel 1962 a un massimo di 3,4 miliardi nel 1963: linea IV della Tab. 1).

2. - Precedenti discussioni hanno portato ad un *ampio consenso* sui seguenti tre punti:

a) un più ordinato sviluppo delle riserve totali richiederebbe un'azione intesa a *ridurre e/o a neutralizzare* fluttuazioni eccessive nel movimento delle tre componenti, e particolarmente delle divise estere. La tecnica di neutralizzazione dovrebbe riguardare principalmente il tasso di aumento, o di riduzione, dell'unica componente che dipende direttamente da decisioni « concertate », cioè la creazione di riserve fiduciarie da parte del FMI, della BRI e/o di qualsiasi altro organismo simile che possa essere istituito in connessione con un nuovo strumento di riserva;

b) l'allarmante declino, negli ultimi due anni, della componente delle riserve mondiali costituita da divise estere dovrebbe o essere arrestata o continuare ad essere neutralizzata da creazioni « concertate » di riserve (FMI, nuovo strumento di riserva, ecc.);

c) in ogni caso, il futuro sviluppo delle riserve non può, e non dovrebbe, dipendere da riserve in divisa così largamente come è accaduto fino al 1965. Sono cioè necessari notevoli aumenti o delle riserve auree o della componente di creazione « concertata ».

3. - Le principali questioni non risolte sono le seguenti:

a) gli sforzi per assicurare un più ordinato sviluppo delle riserve mondiali devono mirare a ridurre l'instabilità della componente in valute, oppure devono tendere a neutralizzare quell'instabilità mediante aumenti o riduzioni compensatrici nel volume della componente costituita da nuovi strumenti di riserva?

b) un adeguato sviluppo delle riserve deve essere ottenuto in futuro mediante una forte espansione della componente aurea oppure grazie all'intenso ricorso alla creazione concertata di riserve su un piano internazionale? Un aspetto di questa alternativa, cui si è prestata finora poca attenzione, può meritare di essere ricordato. Mentre

scarsità deflazionistiche di riserve potrebbero essere fronteggiate con l'uno o con l'altro dei due suddetti procedimenti, un aumento permanente del contributo dell'oro alle riserve potrebbe accrescere in certi momenti il rischio di eccessi inflazionistici, il cui controllo richiederebbe una *contrazione politicamente difficile* (2) nella creazione del credito. (Le autorità monetarie potrebbero trovare particolarmente difficile spiegare che una contrazione delle operazioni interne di credito è necessaria per neutralizzare l'eccessiva creazione di moneta derivante da maggiori pagamenti a produttori d'oro e speculatori in oro. Nè è da trascurare il pericolo di massicci movimenti di detesoreggiamento che potrebbero derivare da un forte aumento del prezzo dell'oro, data la probabile presenza di 14 miliardi di oro accumulati da privati soltanto negli ultimi sedici anni, di cui 10 miliardi di dollari — stime di larga massima — per tesoreggiamento e speculazione e 4 miliardi per usi artistici e industriali.)

II. Influenza sul processo di aggiustamento.

A. - *I regolamenti in oro* realizzano il fondamentale assunto della teoria tradizionale del processo di aggiustamento, secondo cui la sistemazione di squilibri *internazionali* dovrebbe ridurre la liquidità *interna* nei paesi in disavanzo ed espanderla nei paesi in surplus (si noti, peraltro, l'assimilazione di tutta la produzione aurea a esportazioni di merci e di tutti gli acquisti privati di oro a esportazioni di capitali).

1. - Questo effetto automatico, tuttavia, può essere rinforzato, parzialmente neutralizzato, e perfino più che neutralizzato dalle operazioni creditizie interne dei sistemi bancari nazionali; e tali operazioni sono determinate da un complesso di altri obiettivi di politica economica — molti dei quali perfettamente legittimi o politicamente irresistibili — e da radicati congegni istituzionali.

2. - Contrariamente alle molto vantate « regole del gioco », le operazioni delle banche centrali spesso neutralizzano, almeno parzialmente, l'effetto di regolamenti internazionali sulle rispettive pas-

(2) O addirittura impossibile nel caso di talune banche centrali (come quelle svizzera e olandese), che hanno attività creditizie interne estremamente basse.

sività interne. Quando la neutralizzazione non è completa, le residue fluttuazioni delle passività sull'interno delle banche centrali modificheranno la « base di cassa » delle altre banche e avranno un'influenza multipla sulla liquidità interna nella misura in cui le altre banche tendono ad operare con rapporti di cassa (rispetto alle passività) molto vicini ai valori legali o tradizionali.

3. - Azioni persistenti o eccessive di neutralizzazione dell'effetto finale dei regolamenti sulla liquidità interna, da parte sia di paesi in surplus sia di paesi in disavanzo, tendono a frustrare il meccanismo di aggiustamento. Alla fine l'esaurimento delle riserve forzerà i paesi in disavanzo a cambiar politica, o a ricorrere a restrizioni e/o alla svalutazione. Aumenti di riserve non esercitano simili effetti costrittivi sui paesi in surplus; pressioni politiche interne tendono in essi a scoraggiare persistenti azioni di neutralizzazione (« sterilizzazione » o « politiche compensatorie »), mentre le incoraggiano nei paesi in disavanzo. Contrariamente a un diffuso slogan economico, il sistema non conduce a un « orientamento deflazionistico », ma piuttosto a un « orientamento inflazionistico », sanzionato da una successiva « deviazione » verso indirizzi restrittivi e misure di svalutazione.

4. - Regolamenti soltanto in oro limiterebbero gli avanzi netti mondiali agli aumenti di oro monetario, cioè a una piccola e decrescente quota degli aumenti delle riserve globali avutisi durante l'attuale gold-exchange standard. Essi potrebbero persino risolversi in una contrazione netta delle riserve mondiali (v. prima linea della Tab. 1). Nella misura in cui taluni paesi sono disposti, e magari desiderosi di accrescere le loro riserve di maggiori importi, gli aumenti dell'oro monetario mondiale dovrebbero o diventare più cospicui o essere integrati da riserve fiduciarie. (Come risulta dalla somma delle linee I e II della Tab. 1, le riserve fiduciarie hanno fornito dal 74% al 107% degli aumenti, forse eccessivi, delle riserve degli ultimi sette anni.)

B. - L'effetto di regolamenti in valute sulla liquidità interna non differisce materialmente dall'effetto di pagamenti in oro, per ciò che concerne i paesi diversi dai paesi a moneta riserva. Per i paesi a moneta riserva i pagamenti in valuta modificano radicalmente gli assunti fondamentali che stanno alla base del processo di aggiusta-

mento per ciò che riguarda sia l'uso delle valute riserva nei regolamenti, sia i successivi spostamenti nella composizione delle attività di riserva (3).

1. - Uso di valute riserva nei regolamenti.

a) Nella misura in cui un paese a moneta riserva finanzia i suoi disavanzi grazie all'accumulazione della sua moneta da parte di banche centrali estere, oppure finanzia i suoi avanzi mediante il riscatto dei debiti precedentemente incorsi verso le suddette banche, le riserve *lorde* del paese in questione restano invariate; è così annullato l'effetto automatico primario presupposto nel meccanismo classico di aggiustamento.

b) I suddetti pagamenti possono però esercitare una certa influenza sulla liquidità interna:

1) a seconda che le autorità monetarie del paese in questione mutino le loro politiche alla luce dell'evoluzione delle riserve *lorde*, oppure delle riserve *nette*. In realtà, le autorità probabilmente presteranno maggior attenzione ad altri pressanti obiettivi piuttosto che alle riserve *lorde* o *nette*, fintanto che il livello delle riserve stesse è considerato sensibilmente superiore ai fabbisogni attesi. Quando le riserve *nette*, e specialmente quelle *lorde*, vanno riducendosi a un tasso elevato, o scendono a livelli considerati pericolosamente bassi, l'estrema mobilità dei debiti in valute riserva (v. 2 sotto) è probabile richiami l'attenzione sulle riserve *nette* piuttosto che su quelle *lorde*, e dia luogo altresì a tentativi sia di ridurre quella mobilità mediante accordi, formali o non formali, con i creditori, sia di contenere ulteriori perdite di riserve *nette*;

2) a seconda che i debiti in monete riserva accumulati, o utilizzati, da banche centrali estere abbiano la forma di obbligazioni del Tesoro, di obbligazioni di banche di deposito, o di obbligazioni di altre parti. Alla fine di settembre 1966 le obbligazioni del Tesoro costituivano oltre il 57% del totale dell'esposizione statunitense, e circa l'86% di quella totale del Regno Unito verso autorità monetarie straniere.

(3) Si noti tuttavia che qualsiasi riforma riguardante la *composizione* delle attività di riserva e dei regolamenti toccherebbe principalmente il cosiddetto effetto « primario » dei pagamenti, e lascerebbe ancora aperte molte questioni concernenti i possibili miglioramenti del processo di aggiustamento visto nel suo insieme.

CREAZIONE DI RISERVE MONETARIE, 1938-1966
(anni o medie annue in milioni di dollari)

Periodi	1938-49	1950-59	1960-64	1965	1966
I. <i>Riserve lordé mondiali</i>	1.490	1.180	2.225	1.355	1.250
A. <i>Oro monetario</i>	810	520	575	240	-90
I. Fonti occidentali	820	385	230	-160	-90
a. Produzione	965	940	1.290	1.440	(1.440)
b. Assorbimento (-) in	-145	-555	-1.060	-1.600	(-1.530)
(i) usi artistici e industriali (-)		-160	-325	-465	
(ii) tesoreggiamento e speculazione (-)		-395	-735	-1.135	
2. Vendite sovietiche	-10	135	345	400	-
B. <i>Transazioni FMI-BRI</i>	15	80	210	2.015	50
I. UEP-EF-BRI	-5	15	-15	485	-120
2. FMI	15	65	225	1.530	170
C. <i>Valute estere</i>	670	580	1.440	-900	1.285
I. Passività U.S.A.	215	735	1.115	45	-955
2. Passività Regno Unito	395	-20	165	-320	715
3. Euro-valute e differenze	55	-135	155	-630	1.525
II. <i>Riserve nette dei paesi a moneta riserva</i>	230	-970	-2.670	-1.065	-1.930
A. Oro	745	-385	-885	-1.275	-1.155
B. FMI (netto)	115	15	-420	-2.600	-450
C. <i>Valute estere (netto)</i> }	-620	-600	-1.160	1.530	1.285
III. <i>Riserve lordé degli altri paesi = A + B + C = D + E</i>	585	1.530	3.290	1.885	1.725
A. Oro	-65	830	1.485	2.310	160
B. Posizioni di riserva FMI	15	100	440	1.385	1.235
C. Valute estere	635	600	1.365	-1.810	325
D. Perdite nette di riserve di paesi a moneta riserva = -II	-230	970	2.670	1.065	1.930
I. Stati Uniti	890	1.240	2.145	1.305	-215
2. Regno Unito	-600	130	370	395	615
3. Euro-valute e differenze	-55	135	155	-630	1.525
E. Altre fonti	820	555	620	825	-210
I. Oro mondiale = IA	810	520	575	240	-90
2. Transazioni FMI-BRI meno prestiti FMI a U.S.A. e Regno Unito	10	35	45	585	-120

Fonti e Note:

I. V. Tabella 4.

2. Le stime riguardanti le fonti di oro monetario sono desunte da *International Financial Statistics* e dal *Rapporto annuale* della Banca dei Regolamenti Internazionali (in specie dal Rapporto di giugno 1966, p. 34). Gli acquisti cinesi ivi indicati in 150 milioni di dollari nel 1965 sono dettati dalle vendite sovietiche nella linea IA2.

3. Le linee IIIA, B e C da una parte e D e E dall'altra forniscono ripartizioni alternative della linea III. I prestiti FMI agli Stati Uniti e al Regno Unito sono dedotti dalle altre transazioni FMI-BRI nella linea IIIE2 al fine di evitare duplicazioni contabili, dato che i prestiti suddetti sono già iscritti nelle linee IIID1 e 2.

Osservazioni:

1. Il netto declino negli aumenti di oro monetario derivante da fonti occidentali (fino alle registrazioni « negative » del 1965 e 1966) non è dovuto a un rallentamento della produzione, ma al *subitaneo* raddoppiarsi o quasi dell'assorbimento privato (e agli acquisti di tesoreggiatori e speculatori) nel 1960, nell'anno cioè della « fiammata » del prezzo dell'oro sul mercato londinese, e a un'altra brusca ascesa di circa il 50% nel 1965.

2. Un incremento spettacolare ma insostenibile delle transazioni FMI-BRI ha neutralizzato soltanto in parte il declino delle nuove acquisizioni di oro monetario e il netto trapasso dall'accumulazione di valute estere alla loro liquidazione da parte di banche centrali, specialmente dei paesi sviluppati.

3. Le banche centrali di paesi diversi dai paesi a moneta riserva hanno liquidato nel 1965 1.885 milioni di dollari di valute estere acquisite nell'anno (linea III) per 1.810 milioni di dollari di riserve in valute acquisite *precedentemente* (linea IIIC), cioè un totale di 3.695 milioni di dollari, convertiti in parte in oro (linea IIIA: 2.310 milioni di dollari) e in parte in crediti sul FMI con garanzia aurea (linea IIIB: 1.385 milioni di dollari). Le loro acquisizioni di oro nel 1965 sono state dieci volte superiori all'importo reso disponibile dalla produzione aurea ed è stato principalmente coperto con perdite di oro dei paesi a valuta riserva (linea IIA: 1.275 milioni di dollari) e del FMI e BRI (797 milioni di dollari: per differenza dal 1964 al 1965 nelle linee IB1 e IB2) della Tab. 1). Superfluo dirlo, tali conversioni e trasferimenti non sarebbero sopportabili a lungo andare.

2. - *Spostamenti successivi nella composizione delle attività di riserva.*

Ancor più cruciale è il fatto che i regolamenti in valuta possono essere in larga misura indipendenti dagli avanzi o disavanzi correnti del paese a moneta riserva:

a) Le banche centrali estere possono aumentare i loro saldi nella moneta di un paese a moneta riserva, per esempio mediante trasferimenti netti di oro a detti paesi o transazioni FMI, in un periodo in cui il paese a moneta riserva sta avendo avanzi nella bilancia dei pagamenti.

b) Ancor più probabile, peraltro, e fonte di maggior turbamento, è la possibilità di grosse conversioni in oro o altre attività di saldi in moneta riserva, precedentemente accumulati, nel momento più inopportuno, cioè quando il paese a moneta riserva sta avendo cospicui disavanzi nella bilancia dei pagamenti. È proprio ciò che è avvenuto agli Stati Uniti e al Regno Unito negli ultimi due anni. Durante il 1965 e il 1966 le perdite di riserve *nette* dei paesi a moneta riserva sono stimate in circa 3 miliardi di dollari; ma le loro perdite di oro (2,4 miliardi di dollari) e il ricorso al FMI (2,1 miliardi di dollari) ammontano a un totale di 4,5 miliardi di dollari; la differenza (1,5 miliardi di dollari) è dovuta a massicce liquidazioni da parte di paesi stranieri di riserve in dollari e sterline precedentemente accumulate (v. linee II e II A, B e C della Tab. 2). Queste conversioni sarebbero state ancor più cospicue se non fossero intervenute l'assistenza di altre banche centrali a favore del Regno Unito e altre forme consimili di cooperazione miranti a ridurre il peso di conversioni in oro per i due paesi a moneta riserva.

c) Questi spostamenti da valute precedentemente accumulate all'oro, o viceversa, possono essere il sottoprodotto di regolamenti valutari fra paesi *terzi* aventi diverse preferenze tradizionali rispettivamente per l'oro e le valute estere. Essi possono anche essere provocati da motivi puramente economici, per esempio da fluttuazioni nei tassi d'interesse o da aspettative speculative concernenti il prezzo dell'oro e i corsi dei cambi, e infine da ragioni politiche. (Il Prof. Mundell ha di recente richiamato l'attenzione su una forma mista di motivazione che può render ragione di gran parte delle recenti conversioni in oro: queste sono una delle poche armi a disposizione dei paesi a moneta non di riserva per cercare di indurre i paesi a moneta riserva a mutar politica e a correggere disavanzi di bilancia

dei pagamenti giudicati dai primi paesi come fonte di effetti inflazionistici sulle loro economie. Il Prof. Kindleberger ha però giustamente deplorato i rischi che comporta l'impiego di un'arma siffatta, anche se la soluzione da esso proposta — un comitato *Atlantico* di open-market incaricato di determinare la politica monetaria interna degli Stati Uniti — richiederebbe concentrazioni di sovranità molto più ampie di altri più modesti suggerimenti miranti a istituire una « sorveglianza multilaterale » sull'uso di monete nazionali come riserve internazionali.)

d) Anche spostamenti di saldi in valuta estera da obbligazioni del Tesoro a obbligazioni private bancarie e non bancarie, o viceversa, possono influire sulla liquidità interna dei paesi a moneta riserva, pur avendo poco o nessun rapporto con gli sviluppi delle loro bilance dei pagamenti.

3. - *Possiamo concludere* che l'uso non coordinato di riserve in valuta estera nei pagamenti può consentire ai paesi a moneta riserva, in certi periodi, agevolazioni eccessive per la copertura dei loro disavanzi, ma col rischio di aggravare considerevolmente le loro difficoltà in seguito. L'importanza di questo problema, dal punto di vista del meccanismo di aggiustamento, è posta in rilievo dal fatto che i paesi a moneta non di riserva hanno accettato in media riserve in valuta estera per importi pari al 42% dei loro avanzi nel periodo 1960-1964, ma hanno *liquidato* nel 1965 1.810 milioni di dollari dei saldi in valuta, *accrescendo* così del 96% gli importi di oro e di prelievi sul FMI necessari per i regolamenti (v. linea III C della Tab. 2 e linea III C della Tab. 3). Quanto ai paesi a moneta riserva, i pagamenti in valuta hanno finanziato circa il 51% dei loro disavanzi nel periodo 1960-1964, ma hanno accresciuto del 170% nel 1965 i loro pagamenti all'estero finanziati con perdite di oro e ricorsi al FMI (v. linea II A della Tab. 3).

C. - *Altri mezzi fiduciari di regolamento*, imperniati sul Fondo Monetario o su qualsiasi « nuovo » strumento di riserva, modificano pur essi il funzionamento del processo di aggiustamento, ma con talune importanti differenze:

1. - *Impiego iniziale nei regolamenti.*

Per ciò che riguarda i regolamenti iniziali, i paesi in disavanzo otterrebbero anche qualche agevolazione addizionale nella misura

CREAZIONE DI RISERVE E REGOLAMENTI IN RISERVE, 1938-1966
(in % del totale di ciascuna area)

Periodo	1938-49	1950-59	1960-64	1965	1966
I. Riserve mondiali	100	100	100	100	100
A. Oro monetario	54	44	26	18	-7
1. Fonti occidentali	55	33	10	-12	-7
2. Vendite sovietiche	-1	11	16	30	—
B. Operazioni FMI-BRI	1	7	9	148	4
C. Divise estere	45	49	65	-66	103
1. Passività U.S.A.	14	62	50	3	-76
2. Passività Regno Unito	27	-2	7	-24	57
3. Euro-divise e differenze	4	-11	7	-46	122
II. Perdite di riserve nette (-) dei paesi a moneta riserva	100	-100	-100	-100	-100
A. Regolamenti in valute	-274	-62	-51	170	-17
B. Regolamenti in oro e FMI	374	-38	-49	-270	-83
1. Oro	324	-40	-33	-120	-60
2. FMI	50	1	-16	-150	-23
III. Aumenti delle riserve lorde di altri paesi = A + B = C + D	100	100	100	100	100
A. Perdite nette di riserve dei paesi a moneta riserva (- = aumenti)	-39	64	81	57	112
B. Aumenti delle riserve mondiali	140	36	19	44	-12
1. Oro	139	34	18	13	-5
2. Prestiti netti FMI-BRI meno passività U.S.A.-Regno Unito	2	2	1	31	-7
C. Regolamenti in valute	109	39	42	-96	19
D. Regolamenti in oro e FMI	-9	61	58	196	81
1. Oro	-11	54	45	123	9
2. FMI	3	7	13	74	72

Fonti e Note: V. Tab. 2 e particolarmente Tab. 4.

Osservazioni:

I. Riserve mondiali

IA: si noti il costante declino della partecipazione di oro monetario (particolarmente da fonti occidentali) all'incremento annuo delle riserve, e la crescente dipendenza degli aumenti di oro monetario dalle vendite sovietiche. In effetti le scorte auree monetarie mondiali hanno segnato nel 1966 una diminuzione.

IB e IC: le valute estere — particolarmente debiti degli Stati Uniti — hanno contribuito con circa la metà, o più, agli aumenti delle riserve mondiali fino al 1965; ma in tale anno grosse liquidazioni di saldi in valuta si sarebbero tradotti in una forte contrazione delle riserve mondiali, se transazioni FMI-BRI non avessero avuto sviluppi eccezionali a compenso delle liquidazioni suddette. L'aumento delle riserve nel 1966 è derivato quasi interamente da incrementi in sterline ed euro-valute, che hanno più che compensato ulteriori cadute nelle passività statunitensi; queste stime, però, devono essere considerate come largamente provvisorie e approssimative, date le imperfette rilevazioni delle operazioni swap e di altro genere, e l'influenza della liquidazione di titoli in dollari da parte del Regno Unito e dell'incorporazione di 885 milioni di dollari dei ricavi conseguiti nelle riserve britanniche.

II. Perdite di riserve nette da parte dei paesi a moneta riserva

Regolamenti in valute hanno finanziato il 50% o più dei disavanzi dei paesi a moneta riserva nel periodo 1950-64, e un modesto 17% nel 1966. Nel periodo 1938-49 forti aumenti nelle passività in valute (principalmente in sterline) si erano contrapposti agli avanzzi dei paesi a moneta riserva, i cui introiti in oro e l'accumulazione di crediti sul Fondo Monetario raggiunsero pertanto un importo globale superiore di circa quattro volte ai loro avanzi complessivi. Nel 1965 massicce liquidazioni di passività in valuta, intervenendo in un momento in cui i paesi a moneta riserva erano in disavanzo, hanno portato le loro perdite d'oro e il deterioramento delle loro posizioni FMI ad un importo superiore di circa tre volte al loro disavanzo complessivo.

In tal modo, lungo questo periodo di circa trent'anni, la componente in valuta dei regolamenti compiuti nel quadro del gold-exchange standard si è rivelata rovinosa per il meccanismo classico di aggiustamento, poiché o ha ridotto a metà (nel periodo 1950-64) le pressioni esercitate dai regolamenti internazionali sulle riserve lorde dei paesi a valuta riserva, o, al contrario, le ha moltiplicate sia all'insù (nel periodo 1938-49) sia all'ingiù (1965).

III. Aumenti delle riserve lorde degli altri paesi

IIIA e B: gli aumenti delle riserve di altri paesi sono dipesi in larga misura, o addirittura in modo prevalente, sin dal 1950 dai persistenti disavanzi dei paesi a valuta riserva (linea IIIA). La riduzione del contributo recato dalla produzione aurea a questi aumenti delle riserve (linea IIIB₁) è particolarmente vistosa.

IIIC e D: il ruolo dei regolamenti in valuta, che accentuano e indeboliscono, alternativamente, il meccanismo classico di aggiustamento della bilancia dei pagamenti per i paesi in surplus, richiama le osservazioni fatte sopra (linea IIB e C) per i paesi in disavanzo.

in cui beneficerebbero dei crediti che l'accettazione di riserve fiduciarie da parte di altri comporta:

a) Con le attuali politiche FMI, i prelievi sulla tranche aurea sono incondizionati, ma le tranches oro costituiscono riserve « guadagnate », assimilabili a riserve auree. L'uso del vero e proprio credito FMI è condizionato all'accordo sulle politiche del paese mutuatario, e le negoziazioni al riguardo mirano a rafforzare politiche di aggiustamento *desiderabili* e a scoraggiare politiche che perpetuano perdite nette di riserve o che le evitano mediante misure correttive « indesiderabili » (per esempio, restrizioni commerciali o valutarie).

b) Le riforme prospettate nell'ultimo rapporto dei sostituti del gruppo dei Dieci creerebbero, peraltro, agevolazioni creditizie incondizionate, o molto meno condizionate di quelle attuali, in favore dei beneficiari di nuove unità di riserva o di speciali diritti di « tiraggio », distribuiti sulla base di una qualche formula prestabilita, come, per esempio, i rispettivi importi delle quote FMI. L'uso effettivo di tali agevolazioni creditizie sarebbe pertanto in larga misura disgiunto da tentativi di rafforzare politiche di riaggiustamento internazionalmente concordate, e tenderebbe a spostare in maggior misura gli oneri dell'aggiustamento sui paesi in surplus.

Prima dell'uso effettivo, le nuove linee di credito assegnate ai vari paesi aumenterebbero le loro riserve *lorde*, ma lascerebbero invariate le riserve *nette* nella misura in cui i loro depositi in valuta nazionale o impegni di prestito fossero da essi considerati come vere e proprie passività (anche se suscettibili di utilizzo soltanto per finanziare successivi avanzzi o per fronteggiare problemi derivanti da recessi di membri dal sistema o dalla sua liquidazione). L'uso successivo delle facilitazioni ridurrebbe sia le riserve *lorde* che le riserve *nette* dei paesi in disavanzo e accrescerebbe quelle dei paesi in avanzzo.

2. - *Uso multilaterale in regolamenti iniziali e successivi.*

L'uso multilaterale di questi strumenti fiduciarî internazionali di regolamento richiede che gli impegni a prestare dei paesi in effettivo avanzzo siano abbastanza ampi da finanziare il ricorso complessivo a prestiti da parte dei paesi in disavanzo, anche nel caso di convergenza dei disavanzi su uno o pochi paesi in surplus. L'at-

tuale statuto del Fondo fa affidamento a questo scopo sui contributi in oro dei paesi membri, ma ammette, nell'articolo VII, la possibilità che ulteriori misure siano necessarie per conservare il carattere multilaterale dei diritti di tiraggio sul Fondo o per limitarlo mediante razionamento se dette misure si dimostrassero inapplicabili o insufficienti.

Il sistema GAB stabilisce, in aggiunta, un aumento degli impegni a prestare da parte di taluni membri al di là dei loro diritti a prendere a prestito. Un divario analogo fra impegni a prestare e diritti ad attinger credito è contemplato nell'ultimo rapporto dei sostituti dei Dieci, ma la sua esatta entità — e la distribuzione fra i membri — consente solo di « sperare » che sia sufficiente alle dimensioni imprevedibili dei futuri squilibri.

Finora i negoziatori si sono mostrati restii ad adottare una più logica soluzione del problema, che mettesse in rapporto gli impegni a prestare con gli effettivi avanzzi e con gli aumenti delle riserve; ma è questa la soluzione cui il Fondo Monetario cerca di avvicinarsi mediante la scelta delle valute da impiegare nei prelievi e nei rimborsi.

3. - *Riconciliazione delle esigenze di liquidità con le esigenze di difesa contro l'instabilità delle riserve.*

Le passività di riserva, che comportano gli strumenti fiduciarî di regolamento creati dal Fondo o le attuali proposte di riforma, *non* sono esposte agli stessi rischi di *instabilità* che hanno afflitto l'uso, per lo stesso scopo, di monete nazionali di riserva (v. par. II B 2 sopra). Una difesa contro siffatta instabilità deriva dal fatto che:

a) gli obblighi di rimborso da parte dei *debitori* sarebbero stabiliti in anticipo con specifiche scadenze, più ammortizzi straordinari ogni qualvolta successivi avanzzi agevolano il rimborso per le parti in causa; le proposte CRU conserverebbero addirittura soltanto la seconda di queste due forme di rimborso, salvo i casi di recesso o liquidazione;

b) i diritti accumulati dai *creditori* sarebbero completamente liquidi per regolare saldi di bilancia dei pagamenti con qualsiasi membro, ma non sarebbero convertibili a vista in oro. In tal modo successivi trasferimenti di tali diritti di riserva fra i membri non solleverebbero i problemi posti da analoghi trasferimenti di valute

riserva fra paesi con differenti preferenze quanto alla composizione delle riserve (v. par. II B 2 sopra).

4. - Accordi regionali.

Accordi multilaterali di carattere analogo possono essere stipulati anche fra un numero limitato di paesi, quando vi siano da parte di paesi *realmente* in surplus impegni sufficienti ad assicurare una vasta accettazione delle riserve fiduciarie così create. L'incapacità dell'area della sterlina a soddisfare quest'ultima esigenza è stata superata, negli anni recenti, dalla cooperazione di altri paesi, estranei all'area della sterlina, in vari programmi di assistenza delle banche centrali.

Forme di cooperazione regionale di questo tipo hanno probabilità di svilupparsi ulteriormente, specie nella CEE, nell'America Centrale e nell'America Latina, e possono costituire un utile complemento di accordi su scala mondiale, nella misura in cui possono comportare più larghe facilitazioni di credito e più rigorosi impegni a coordinare le politiche dei paesi membri di quanto non sia ancora possibile ottenere con negoziati a livello mondiale.

III. Quesiti conclusivi e suggerimenti di massima.

A. - In un precedente convegno, circa tre anni or sono, un gruppo di economisti si era trovato d'accordo nel distinguere tre principali problemi relativi all'odierno sistema monetario internazionale:

1) il problema dell'aggiustamento delle bilance dei pagamenti, derivante dalla necessità di correggere persistenti squilibri nella posizione dei conti con l'estero di singoli paesi;

2) il problema della liquidità internazionale, connesso con il bisogno di un processo di adattamento a lungo termine del volume delle riserve mondiali alle piene potenzialità di uno sviluppo economico non inflazionistico;

3) il problema della fiducia nei mezzi di riserva, imposto dalla necessità di evitare improvvisi spostamenti fra i diversi strumenti di riserva.

Il gruppo aveva anche rilevato che questi tre « problemi dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti, della liquidità inter-

nazionale e della fiducia negli strumenti di riserva sono strettamente interdipendenti ».

Aveva infine espresso la sua adesione alla tesi che « la protezione della cospicua componente in valute del pool delle riserve mondiali contro improvvise o massicce conversioni in oro dovrebbe avere un alto ordine di priorità » (4).

B. - L'ultimo rapporto del gruppo dei Dieci (luglio 1966) ha anch'esso riconosciuto questi tre problemi, ma ha curiosamente accentrato la sua attenzione sul meno urgente e più discutibile (cioè sulle proposte specifiche per accrescere in futuro la liquidità internazionale), anzichè sul problema più urgente e meno difficile da negoziare della protezione dei livelli di liquidità già esistenti contro distabilizzatrici conversioni in oro.

Piuttosto che mettere in luce le questioni di fondo che ostacolano un concreto accordo su programmi (*contingency planning*) per aumentare le riserve, il suddetto rapporto ha preferito seppellirle diplomaticamente sotto un cumulo di osservazioni tecniche riguardanti la scelta fra procedure alternative.

Inoltre il problema del « processo di aggiustamento », sebbene richiamato anche nel rapporto dei sostituti, è stato in sostanza trasferito ad un diverso gruppo di lavoro (il cosiddetto Working Party N. 3 del Comitato di Politica Economica dell'OCSE) (5). Un disgraziato sottoprodotto di questa ripartizione di lavoro è stato quello di togliere il dovuto risalto alla « stretta interdipendenza » fra i tre fondamentali problemi menzionati e, in particolare, al fatto che un accordo su « aumenti concertati di riserve » è condizionato da accordi paralleli riguardanti la conservazione e il rafforzamento delle pressioni da esercitare, ai fini del processo di aggiustamento, sui paesi caratterizzati da persistenti avanzi o disavanzi di bilancia dei pagamenti.

C. - Vorrei avanzare i seguenti suggerimenti per superare il punto morto cui sembrano giunte le possibilità di un accordo vasto e significativo.

(4) *International Monetary Arrangements: the Problem of Choice*. Report on the Deliberations of an International Study Group of 32 Economists (Princeton, 1964, pp. 20, 36 e 102).

(5) Il rapporto di questo Working Party è stato pubblicato nell'agosto 1966 con il titolo: *The Balance of Payments Adjustment Process*.

1. - Dal punto di vista procedurale, la priorità dovrebbe essere data, in questa fase, all'esame delle misure necessarie per proteggere il *livello già esistente di riserve* contro conversioni in oro non necessarie e destabilizzatrici. Un accordo su questo urgente problema dovrebbe essere più facile da raggiungere, in tempi relativamente brevi, che non sulle questioni più complesse e dibattute riguardanti il problema a lungo termine di aumenti concertati delle riserve fiduciarie nel futuro. Questo secondo problema potrebbe essere affrontato in un clima di negoziati più favorevole di quello attuale e senza l'affanno imposto ai paesi a moneta riserva dalla minaccia di ulteriori conversioni in oro, di movimenti speculativi di capitali e di crisi valutarie. D'altra parte la sua soluzione definitiva potrebbe essere agevolata dai congegni posti in opera per evitare *riduzioni* negli attuali livelli delle riserve, congegni che potrebbero essere facilmente adattati, al momento opportuno, per provocare desiderabili *aumenti* delle riserve (6).

2. - Un siffatto accordo, peraltro, sarebbe molto facilitato da una chiarificazione dello status delle monete riserva nazionali, principalmente del dollaro e della sterlina, nei futuri regolamenti. Detentori restii di dollari e sterline potrebbero invero esitare a contribuire al consolidamento dei saldi esistenti, perfino di fronte alla opportunità di evitare una crisi, per timore che tale consolidamento abbia ad incoraggiare ulteriori accumulazioni di dollari e sterline, semi di altre crisi e di altre ricorrenti invocazioni di nuove operazioni di consolidamento.

Una qualche intesa in materia sarebbe ancor più importante per la successiva negoziazione di impegni solidi e di vasta portata per la creazione concertata di strumenti fiduciarie di riserva. I paesi, che hanno prospettive di surplus con l'estero e che si preoccupano del potenziale inflazionistico insito in arbitrari aumenti delle riserve, giustamente vorranno, per prima cosa, che detti aumenti concertati di riserve non accrescano le pressioni inflazionistiche connesse con aumenti simultanei, oggi imprevedibili, nell'accumulazione di monete riserva come parte del pool globale delle riserve.

In secondo luogo saranno anche, a buon diritto, preoccupati dalle interferenze che accumulazioni non regolate di monete riserva

(6) Per più concreti suggerimenti su questo primo punto rimando al secondo dei due articoli richiamati nella nota 1.

hanno spesso esercitato in passato, e potrebbero continuare ad esercitare in futuro, sul corretto funzionamento del processo di aggiustamento. Le mie proposte di riforma monetaria internazionale del 1959 furono criticate, negli ambienti conservatori, per aver mancato di prestare sufficiente attenzione a questo aspetto. È vero infatti che io discussi allora la necessità di una riforma principalmente, sebbene non esclusivamente (7), in termini del tasso generale di sviluppo necessario per le riserve.

Le considerazioni espone nella parte II, peraltro, indicano chiaramente che i difetti del regime a cambio aureo per ciò che riguarda il *meccanismo di aggiustamento* rafforzano notevolmente la tesi della necessità di riforme basilari, e potrebbero addirittura costituire essi soli un motivo convincente in tal senso. Un'eccessiva accumulazione di riserve in dollari e/o sterline potrebbe indebolire troppo le pressioni intese ad imporre politiche correttive ai paesi a moneta riserva, e quindi perpetuare disavanzi generatori di pressioni inflazionistiche a carico di altri paesi. D'altra parte simili eccessive accumulazioni potrebbero alla fine provocare, ed essere seguite da, disordinate conversioni di una moneta riserva nell'altra o in oro e così imporre insopportabili tensioni ai debitori di monete riserva e alla struttura delle riserve mondiali.

3. - Ogni « contingency planning » per la creazione, concertata in sede internazionale, di riserve fiduciarie aggiuntive dovrebbe anche mirare a rafforzare, anziché indebolire, le pressioni per il processo di aggiustamento, sia per i creditori che per i debitori, e ad orientarli verso politiche compatibili e concordate.

Questo principio è disatteso dall'ampia misura di automaticità proposta dal gruppo dei Dieci per ciò che riguarda sia la distribuzione iniziale delle nuove unità di riserva sia il loro impiego successivo nei regolamenti. I paesi in disavanzo otterrebbero in tal modo finanziamenti aggiuntivi per sfuggire alle pressioni del processo di riaggiustamento e continuare in politiche che potrebbero essere considerate troppo dannose per essere accettate dai paesi chiamati a finanziarle. Sebbene attraente a prima vista per i paesi meno sviluppati, questo allentamento dei criteri tradizionali del FMI non sarebbe conforme alle loro più vitali e legittime preoccupazioni. La parte del leone delle nuove riserve (circa il 75%) sarebbe attribuita

(7) V. le pagine iniziali (4-8) del mio volume *Gold and the Dollar Crisis*.

alle zone sviluppate, e soltanto una quota secondaria (25%) toccherebbe ai paesi meno sviluppati. Cosa ancor più importante, il sistema proposto consentirebbe ai paesi sviluppati di accumulare riserve « non guadagnate », anzichè stimolarli a « guadagnarle » mediante trasferimenti di risorse reali ai paesi a bassa capitalizzazione. Il principale interesse dei paesi sottosviluppati e degli altri paesi in disavanzo, fra cui gli Stati Uniti d'oggi, dovrebbe essere il seguente:

a) rafforzare le pressioni « d'aggiustamento » sui paesi in surplus costringendoli ad accettare regolamenti, almeno parziali, dei loro avanzi sotto forma di depositi riserva presso un'istituzione monetaria internazionale, per esempio, il FMI;

b) autorizzare questa istituzione a conservare il legame tradizionale fra creazione di riserve fiduciarie e finanziamenti di sviluppo — precedentemente curati dai paesi a moneta riserva — indirizzando una parte dell'accresciuto potenziale di credito, per esempio, verso investimenti in obbligazioni della Banca Mondiale e sui principali mercati monetari specializzati in finanziamenti internazionali di questo tipo.

In altre parole, ai paesi in disavanzo non si dovrebbe concedere il diritto di imporre, attraverso finanziamenti automatici, indesiderate pressioni inflazionistiche ai paesi in avanzo. Ma a questi ultimi dovrebbe essere negato il diritto, che oggi hanno, di imporre pressioni deflazionistiche agli altri paesi attraverso insostenibili regolamenti in oro; essi dovrebbero essere costretti o a ridurre i loro avanzi mercè politiche più liberali di importazione o di finanziamento, oppure a contribuire a finanziarli sul piano internazionale mercè l'accumulazione di depositi riserva presso il Fondo Monetario.

Sono consapevole che un simile orientamento implicherebbe un difficile riesame del mezzo accordo raggiunto l'anno scorso dal gruppo dei Dieci. Non si dimentichi però che quello pseudo accordo era stato il risultato di tattiche fortunate di negoziazione, ispirate inizialmente dal desiderio di escludere i paesi sottosviluppati dalla partecipazione al sistema e di incontrarsi a mezza strada coi francesi accettando la cosiddetta tecnica CRU come cornice delle necessarie riforme. Ambedue questi motivi sono da tempo scomparsi col riconoscimento che i paesi sottosviluppati devono essere inclusi in qualsiasi progetto di creazione di riserve e col ripudio integrale da parte francese delle proposte CRU originariamente formulate dalla Francia.

D. - Le considerazioni sopra esposte dovrebbero orientare le misure tecniche da adottare riguardo a ciascuno dei tre tipi di strumenti di riserva.

1. - *Oro*. L'oro è destinato ad essere in ultima analisi demonezzato sul piano internazionale, così come lo è da lungo tempo nell'ambito nazionale. La sola giustificazione razionale e operativa della sua sopravvivenza come attività di riserva è la mancanza di un accordo internazionale per l'istituzione di una forma alternativa di strumento di riserva. Finchè un accordo non sarà raggiunto, le riserve auree conserveranno il loro posto come principale alternativa pratica delle riserve in valuta, cioè dell'accettazione di monete nazionali (di fatto, dollari e/o sterline) come riserve internazionali e dei trasferimenti di sovranità che ciò comporta. Una volta raggiunto un accordo su un nuovo tipo di strumento internazionale di riserva, l'oro assolverà un compito gradualmente decrescente nel sistema, in attesa che tutti i paesi abbiano acquisito sufficiente familiarità e fiducia nel nuovo strumento di riserva.

Durante questo periodo di transizione, le principali iniziative da prendere dovrebbero essere le seguenti:

a) render chiaro agli speculatori che il nuovo strumento di riserva gode un'accettazione sufficiente a farne un'alternativa ad acquisti d'oro da parte di banche centrali, e che anzi queste ultime sono disposte a disfarsi di parte delle attuali cospicue scorte auree nella misura necessaria a controllare, in qualunque modo da esse ritenuto opportuno, le fluttuazioni del prezzo del metallo;

b) « multilateralizzare » (attraverso un pool dell'oro allargato o un «conto conversione oro» o il FMI stesso) la responsabilità per conversioni d'oro, e coordinare gli interventi sul mercato previsti sub a).

2. - *Valute*. Le attività in valuta conserveranno inevitabilmente un posto come saldi operativi per interventi di stabilizzazione da parte delle banche centrali nel mercato valutario, fin quando almeno l'uso dei nuovi strumenti di riserva sia riservato alle banche centrali stesse e ne sia vietata la circolazione fra banche e operatori privati (tale circolazione potrebbe compromettere e soppiantare le monete nazionali nei regolamenti interni e internazionali ed essere pertanto inaccettabile, in questo momento storico, da parte delle autorità nazionali dei cosiddetti stati «sovrani»). Se i suddetti saldi operativi

possono essere teoricamente tenuti in qualsiasi moneta, le monete a largo impiego, quali la sterlina e principalmente il dollaro, continueranno ad avere, de facto, un posto preminente sotto questo riguardo.

L'accumulazione e la liquidazione di riserve in valuta al di là dei livelli di saldi operativi dovrebbero, peraltro, essere vietate o almeno sottoposte a controlli internazionali simili a quelli disposti per la creazione e l'estinzione delle nuove attività di riserva di cui si dirà più avanti sub 3. Gli importi, di qualsiasi entità, accumulati a norma degli accordi internazionali dovrebbero restare pienamente utilizzabili nei regolamenti, e perciò essere automaticamente accettati in pagamento da parte dei paesi in surplus; ma anche la loro liquidazione — mediante presentazione al paese debitore per conversione in oro — dovrebbe essere possibile solo ai sensi di accordi internazionali, piuttosto che secondo gli imprevedibili umori di singoli detentori.

Qualche eccezione a questo principio generale potrebbe essere inevitabile, e desiderabile, almeno nel futuro immediato, per assicurare il tradizionale funzionamento dei maggiori centri monetari. Le riserve concesse in prestito da tali centri potrebbero essere trattenute nella moneta del centro stesso fino al loro impiego in regolamenti internazionali, piuttosto che convertite in oro non appena superano il livello di normali saldi operativi. Questa eccezione alla « sorveglianza multilaterale di tutte le forme di creazione di riserve e di *deficit financing* » sostenuta nel primo rapporto dei sostituti del gruppo dei Dieci (agosto 1964) non dovrebbe avere una forte influenza quantitativa sul sistema internazionale di riserva come tale. Delle riserve accumulate in questo modo si potrebbe, d'altro canto, tener conto nelle decisioni auspiccate di seguito sub 3.

3. - *Riserve fiduciarie create per accordo internazionale.* Le attuali discussioni sulla creazione di un terzo tipo di attività di riserva tendono spesso a offuscare il fatto che tale tipo di riserva già esiste: le cosiddette « tranches-oro e super-oro » nel FMI, di recente denominate « posizioni di riserva nel Fondo ». Analogamente, esse pongono un accento eccessivo sulle differenze tecniche fra le proposte « unità di riserva » e « gli speciali diritti di tiraggio di riserva ».

I problemi reali sono del tutto diversi; li commentiamo brevemente di seguito.

a) *Importo totale della creazione di riserve.* Le proposte del gruppo dei Dieci sotto questo riguardo non differiscono sostanzial-

mente dalle proposte da me originariamente avanzate nel volume *Gold and the Dollar Crisis* e non richiedono ulteriori commenti, salvo che su un punto. « L'attivazione » del « contingency planning » dovrebbe dipendere dalla riconosciuta necessità di creare riserve mondiali piuttosto che dal successo o insuccesso delle politiche di riaggiustamento degli Stati Uniti e/o Regno Unito. Potrebbe darsi che nuove riserve dovessero esser create non per aumentare gli attuali livelli delle riserve, ma per lo scopo più modesto di difenderli dall'effetto distabilizzatore di massicce conversioni in oro di esistenti saldi in valuta da parte di banche centrali.

b) *Partecipazione e diritti di voto.* La partecipazione al nuovo sistema non dovrebbe essere limitata ad un gruppo arbitrariamente definito di paesi. Tutti i paesi in buona posizione presso il FMI dovrebbero partecipare alle decisioni, ma con diritti di voto riflettenti, in misura più equa di quanto non avvenga oggi, i loro effettivi contributi al Fondo.

c) *Rafforzamento del processo di aggiustamento.* Il rafforzamento del processo di aggiustamento, sia per i creditori sia per i debitori, dovrebbe escludere qualsiasi assegnazione generale e automatica — come manna dal cielo — di diritti incondizionati di tiraggio o di unità di riserva.

Il Fondo dovrebbe sostenere, mediante prestiti e investimenti, l'adozione di politiche giudicate appropriate per i suoi obiettivi a lungo termine, ma non dovrebbe finanziare o garantire automaticamente politiche nazionali contrarie a detti obiettivi e inaccettabili per gli altri membri.

I crediti in questione non dovrebbero necessariamente esser fatti integralmente, come ora avviene, nella forma di prestiti a medio termine con scadenze fisse da tre a cinque anni. Un'assistenza a più lungo termine potrebbe essere fornita, in casi appropriati, particolarmente in forma indiretta mediante investimenti del FMI che contribuissero ad accrescere il potenziale creditizio di istituzioni internazionali (sul tipo della Banca Mondiale) e di mercati finanziari specializzati in operazioni a lunga scadenza. L'occasionale redistribuzione del portafoglio obbligazionario così costituito fra i mercati finanziari utilizzati come intermediari potrebbe servire a sostenere gli obiettivi generali di stabilizzazione del Fondo. Il Fondo, per esempio, potrebbe spostare i suoi investimenti da paesi le cui

riserve fossero in aumento a paesi con riserve in contrazione in conseguenza di movimenti di capitali privati, come è previsto nel preambolo ai GAB.

d) *Impiego multilaterale dei crediti del FMI*. Le complicate « stime » implicite nelle proposte del gruppo dei Dieci riguardanti le « linee di credito » intese a garantire l'impiego multilaterale dei crediti del Fondo sarebbero inutili se tutti i paesi — o anche soltanto i maggiori paesi a probabile surplus — accettassero il criterio di gran lunga più semplice, sicuro e sensato di tenere una quota concordata delle loro riserve globali sotto forma di depositi presso il Fondo.

Una considerazione razionale di questi impegni dovrebbe renderli più facilmente negoziabili, di fatto, degli impegni più arbitrari suggeriti dai Dieci. Essi inoltre contribuirebbero a realizzare il necessario obiettivo (già richiamato sub C 3) di rafforzare le pressioni esercitate sui paesi creditori per l'adozione di processi di aggiustamento.

E. - La tradizionale procedura di mercanteggiamento necessaria per riconciliare *incompatibili* « posizioni nazionali di negoziazione » moltiplica la difficoltà di raggiungere una qualsiasi soluzione razionale precipuamente ispirata dai *convergenti* interessi di tutti i paesi ad un ragionevole sistema monetario internazionale. Il successo delle odierne trattative potrebbe essere molto facilitato dall'adozione di procedure simili a quelle che si sono dimostrate così fruttuose nelle trattative per l'UEP e la CEE. Un piccolo gruppo di esperti dovrebbe essere nominato con decisione concorde dai paesi partecipanti alle trattative, con l'incarico di vagliare e elaborare concrete proposte da sottomettere all'approvazione o al rigetto o alla revisione di una conferenza di tutti i paesi interessati all'accordo. Questi esperti dovrebbero, naturalmente, elaborare proposte suscettibili di essere accettate da tutti i paesi, anche se soltanto come *second-best* per taluni, ma non dovrebbero essere soggetti a quotidiane « istruzioni » riflettenti gli obiettivi massimi, reciprocamente incompatibili, dei vari governi.

Ciò faciliterebbe un accordo, al livello degli esperti, secondo le linee degli interessi generali, piuttosto che di quelli strettamente nazionali, di tutti i paesi partecipanti. Certo, non si potrebbe pretendere da nessun paese che sottoscrivesse in anticipo le raccoman-

dazioni del gruppo. Resterebbe necessaria un'azione formale a livello ministeriale o diplomatico, e la successiva ratificazione secondo le procedure costituzionali di ciascun paese. Un accordo sarebbe peraltro più probabile anche in queste istanze più elevate, giacchè qualsiasi assennata proposta elaborata dal gruppo di esperti non potrebbe mai essere più dannosa, per qualsiasi paese, dell'unica alternativa ad un accordo, vale a dire dell'ulteriore deterioramento — o addirittura collasso — del sistema monetario mondiale.

ROBERT TRIFFIN

APPENDICE

TAB. 4

STRUTTURA E DISTRIBUZIONE DELLE RISERVE MONETARIE, 1937-1966
(in milioni di dollari U.S.A.)

Fine anno	1937	1949	1959	1964	1965	1966
I. Riserve lorde mondiali	27.655	45.515	57.395	68.445	69.800	71.050
A. Oro monetario	25.290	34.975	40.195	43.060	43.300	43.210
1. Paesi	25.285	33.470	37.880	40.890	41.925	40.930
2. Organizzazioni internazionali	5	1.505	2.315	2.170	1.375	2.280
B. Transazioni FMI-BRI	-5	155	940	1.985	4.000	4.050
1. Oro, UEP-EF-BRI (-)	-5	-54	94	7	494	373
2. FMI egualmente misurati da	x	207	844	1.976	3.507	3.679
a. Prestiti netti + investimenti	x		908	2.236	3.825	4.075
b. Surplus (-)	x		-64	-260	-317	-397
oppure						
c. Posizioni riserva FMI	x	1.658	3.250	4.155	5.376	6.331
d. Oro FMI (-)	x	-1.451	-2.406	-2.179	-1.869	-2.652
C. Valute	2.370	10.390	16.195	23.400	22.500	23.785
1. Passività U.S.A.	430	3.025	10.390	15.975	16.020	15.065
2. Passività Regno Unito	1.700	6.440	6.225	7.065	6.745	7.460
3. Euro-valute e differenze	240	925	-420	365	-265	1.260
II. Riserve nette dei paesi a moneta riserva	14.560	17.330	7.610	-5.730	-6.795	-8.775
A. Oro	16.930	25.884	22.021	17.607	16.330	15.175
B. FMI (netto)	x	1.403	1.562	-547	-2.145	-2.593
1. Posizioni di riserva	x	1.461	2.062	769	604	326
2. Passività (-)	-2.370	-9.960	-15.975	-22.790	-20.980	-21.395
C. Valute (nette)	-	431	222	611	1.520	2.480
1. Attività	-2.370	-10.390	-16.195	-23.400	-22.500	-23.785
2. Passività (-)	-2.130	-9.465	-16.615	-23.035	-22.765	-22.525
a. Dollari e sterline = -(IC1 + 2)	-240	-925	420	-365	265	-1.260
b. Euro-valute e differenze = -IC3	10.725	17.740	33.020	49.460	51.345	53.070
III. Altri paesi (lordo)	8.355	7.585	15.860	23.285	25.595	25.755
A. Oro = IA - IIA	x	195	1.190	3.385	4.770	6.005
B. Posizioni riserva FMI = IB2c - IIBx	2.370	9.960	15.970	22.790	20.980	21.305
C. Valute = IC - IIC1						

Fonti e Note:

I. Tutte le stime di cui sopra sono desunte dalle Tabelle sulla liquidità internazionale di *Internacional Financial Statistics* (aprile 1967, pp. 14-18, a partire dal 1959, e gli ultimi supplementi annuali per gli anni precedenti; per altre fonti del 1937 e per anni precedenti v. anche il mio studio su *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton, 1964). Da notare peraltro che: a) Le passività U.S.A. (linea IC1) differiscono leggermente dalla serie IFS, e sono basate sulle Tabelle 3 e 7 degli articoli sulla bilancia dei pagamenti apparsi nei fascicoli di giugno 1966 e marzo 1967 di *The Survey of Current Business*. b) Le passività del Regno Unito (linea IC2) sono state ricalcolate per il 1964 sulla base del fascicolo di marzo 1967 del *Bank of England Quarterly Bulletin*; le stime anteriori al 1959 sono state da me calcolate su basi quanto più possibile comparabili. c) La linea IC3 è ottenuta come residuo: differenza della linea IC rispetto alla somma delle linee IC1 e 2. Le sue forti variazioni nel 1965 e nel 1966 sono in parte dovute a diversi computi riguardanti gli accordi swap da parte dei paesi creditori e rispettivamente debitori (vedi p. 347 del numero di aprile 1967 di IFS), all'incorporazione di titoli in dollari per 885 milioni di dollari nelle riserve ufficiali del Regno Unito nel primo trimestre del 1966, e a grossi spostamenti di saldi in valuta di banche centrali verso i mercati delle euro-valute nell'ultima parte del 1966.

2. Gli averi in oro (-) della BRI inclusi nella linea IB1 sono indicati al netto dei depositi d'oro presso la BRI al fine di evitare duplicazioni contabili, poichè detti depositi sono di solito inclusi nelle riserve auree denunciate dai paesi depositanti. Ciò rende ragione del fatto che le registrazioni possono essere sia positive che negative.

3. Si noti che la linea I non è la somma delle linee II e III, ma delle linee IIA, IIBx, IIC1 e III, e che i totali sono per lo più arrotondati fino a 5 milioni di dollari. Stime delle riserve nette dei paesi diversi da quelli a moneta riserva richiederebbero laboriosissimi calcoli e differirebbero soltanto di poco dalle riserve lorde. Le passività di quei paesi verso il Fondo Monetario, peraltro, possono essere ottenute sottraendo la linea IIB2 dalla linea IB2a (1.156 milioni di dollari alla fine del 1966). Si noti anche che *nette* le passività in valuta sono state non correttamente attribuite ai paesi a moneta riserva, nel presupposto che il *grosso* del divario fra la rilevazione delle attività in valuta e la rilevazione delle passività di riserva U.S.A. e Regno Unito derivi da passività in euro-dollari e in euro-sterline verso autorità monetarie straniere.

Osservazioni:

I. Le riserve lorde mondiali sono distinte nelle tre fonti: oro monetario (A), creazione concentrata di riserve fiduciarie da parte di organizzazioni internazionali (B), e creazione fiduciaria di riserve risultante dalla diffusa accettazione delle passività nazionali dei paesi a moneta riserva, principalmente Stati Uniti e Regno Unito, come riserva internazionale (C).

II. e III. Le riserve mondiali erano ripartite in misura quasi uguale fra i paesi a moneta riserva e gli altri paesi nel 1949 (circa 17,5 miliardi di dollari), ma sono scese a meno 8,7 miliardi di dollari per il primo gruppo di paesi nel 1966 e cresciute a 53,1 miliardi di dollari per il secondo gruppo. Questa evoluzione a fornice è stata resa possibile soltanto dal funzionamento del gold-exchange standard ed è stata invero indispensabile per il soddisfacente funzionamento del sistema stesso in quanto fornitore di riserve mondiali; essa però non può continuare indefinitamente e costituisce la radice dell'odierna crisi monetaria internazionale.

STRUTTURA DELLE RISERVE LORDE, 1937-1966
(in % delle riserve totali di ciascuna area)

Fine anno	1937	1949	1959	1964	1965	1966
I. Tutti i paesi	100	100	100	100	100	100
A. Oro	91	74	66	60	60	58
B. Posizioni di riserva nel FMI .	x	3	6	6	8	9
C. Valute	9	23	28	34	32	33
1. Dollari	2	7	18	23	23	21
2. Sterline	6	14	11	10	9	10
3. Euro-valute e differenze .	1	2	-1	1	-1	2
II. Paesi a moneta riserva	100	100	100	100	100	100
A. Oro	100	93	91	93	89	84
B. Posizioni di riserva nel FMI .	x	5	8	4	3	2
C. Valute	—	2	1	3	8	14
III. Altri paesi	100	100	100	100	100	100
A. Oro	78	43	48	47	50	49
B. Posizioni di riserva nel FMI .	x	1	4	7	9	11
C. Valute	22	56	48	46	41	40

Fonti e Note: v. Tabella 4.

Osservazioni:

1. *Linea IIC*: il notevole aumento dei saldi in valuta dei paesi a valuta riserva sono per lo più costituiti, ovviamente, da saldi *reciproci* di sterline per gli Stati Uniti e di dollari per il Regno Unito, che aumentano le riserve *lorde* del gruppo.

2. *Linee IIIA, B e C*: queste linee mostrano un graduale ma pronunciato spostamento dalle riserve auree (linea A) alle riserve fiduciarie (linee B e C). Le riserve fiduciarie sono state dapprima accumulate in varie valute *nazionali* (principalmente sterline e in seguito dollari); in una seconda fase si sono spostate verso saldi *centralizzati* di riserva nella forma di crediti sul FMI garantiti (linea B).

Questa evoluzione è tuttora in corso, ma è strettamente analoga allo spostamento, nei sistemi monetari nazionali, dalla moneta merce (oro e argento) verso monete e depositi emessi da banche private, e in seguito verso riserve *centralizzate* presso una singola banca in ciascun paese.