

## L'inflazione in Europa occidentale e le monete riserva (\*)

1. - Il 21 settembre 1931 seguì, dalla tribuna degli ospiti, la discussione della Camera dei Comuni sulla sospensione del regime aureo. La svalutazione era stata imposta alla Gran Bretagna dagli effetti combinati del ritiro di depositi intrattenuti a Londra e del congelamento dei prestiti bancari alla Germania. Alla Camera, gli oratori dell'opposizione laburista attaccavano i due paesi massimi detentori di oro, Francia e Stati Uniti, e accusavano la Banca d'Inghilterra e la City di cattiva gestione della moneta e del credito. Nei loro interventi veniva configurata l'esistenza di un conflitto fondamentale tra il perseguimento dell'interesse nazionale e la funzione della City quale centro bancario mondiale. Alla sospensione del regime aureo venne associata la presentazione di un disegno di legge inteso a realizzare economie di bilancio. Gli oratori laburisti consideravano che la svalutazione e questo Economy Bill rappresentassero insieme il disperato tentativo della classe dirigente di salvare il capitalismo dal collasso, infliggendo nuove privazioni ai lavoratori.

Ricordo anche che nella stampa e altrove trovava espressione l'avviso che, liberandosi del pesante onere della difesa della sterlina, la Gran Bretagna avrebbe realizzato, nelle parole di un deputato al parlamento, una ripresa « elettrica ». Di fatto, l'evoluzione economica degli anni seguenti si venne a trovare sotto l'impero di fattori di ordine politico prima che monetario, i quali condussero a un nuovo confronto armato che addossò alla Gran Bretagna l'onere ben più reale di un vasto debito estero non consolidato. La difesa della sterlina nella condizione post-bellica così creata non ha potuto evitare due ritirate di ampiezza contenuta, almeno rispetto alle precipitose cadute subite già durante la guerra dalle monete continentali, che ora si andavano riprendendo.

---

(\*) Testo letto e discusso a Chatham House, Londra, nello scorso febbraio.

2. - Il mio compito odierno è di cercare di definire l'importanza e la natura dei legami reciproci fra la politica monetaria della Gran Bretagna e quella dell'altro e maggiore paese con moneta di riserva, gli Stati Uniti, da un lato, e le politiche seguite sul continente europeo dall'altro. Per continente intendo principalmente i paesi della Comunità economica europea, salvo riferimenti occasionali ad alcuni altri paesi importanti negli affari monetari, più specialmente la Svizzera e la Svezia. L'analisi sarà inoltre limitata agli anni successivi alla convertibilità, con inizio dal 1959 e termine, generalmente, nel 1966. La ragione principale per arrestarsi al 1966 è che la mia rassegna sarà in gran parte basata sopra un'informazione statistica non ancora disponibile per il 1967. I dati che trarrò da quell'informazione non verrebbero modificati in misura sostanziale dall'inclusione del 1967: il dramma monetario sviluppatosi nel suo ultimo trimestre ed in atto si viene scrivendo ora nell'andamento delle serie.

Non sono in grado di formulare e presentare una descrizione accurata delle molte opinioni espresse circa la natura degli impulsi monetari che emanano dai paesi con moneta di riserva e più specialmente dagli Stati Uniti, o che a tali paesi sono trasmessi. Secondo le mie conoscenze, tenderei a distinguere due linee estreme di pensiero, così remote l'una dall'altra da lasciare in mezzo un campo di opinione molto esteso.

Ad un estremo, si trova una scuola secondo la quale i paesi con moneta di riserva hanno esportato inflazione. All'altro, si asserisce che essi hanno importato, se non proprio la deflazione, almeno certi impulsi deflazionistici dai paesi con monete non di riserva, e principalmente da quelli del continente europeo. I dati potrebbero indicare che, in effetti, entrambi i gruppi di paesi abbiano emanato uno stesso genere di impulsi, e che la differenza tra l'uno e l'altro gruppo sia stata soltanto di grado.

3. - L'opinione che trova più facile accoglienza sul continente è, naturalmente, quella secondo cui l'inflazione sarebbe stata propagata dai paesi con monete di riserva. Nel piccolo mondo degli istituti di emissione al quale appartengo, questa tesi è stata elaborata principalmente dal dr. Holtrop, già governatore della Banca d'Olanda e presidente della Banca dei regolamenti internazionali. Mi riferisco in particolare alla magistrale analisi contenuta nella rassegna generale con cui si apre la relazione della Banca d'Olanda per il 1965.

Nelle parole del dr. Holtrop « la politica monetaria diviene inefficace se la limitazione della spesa interna conduce a un avanzo nella bilancia dei pagamenti »; in questo caso « l'offerta di liquidità interna viene di fatto assunta dai paesi stranieri ». Con riguardo alla evoluzione monetaria nei paesi della Comunità economica europea durante i tre anni 1963-1965 egli osserva che per la Comunità presa nel suo insieme « si sono avute chiaramente inflazione monetaria e inflazione salariale e dei prezzi, non accompagnate da un disavanzo dei pagamenti con l'estero ». « L'assenza di un deficit esterno manifesta l'operare di influenze continuate di tipo inflazionistico generate dagli scambi con gli altri paesi ». Egli osserva che la creazione di liquidità interna nei paesi con moneta di riserva avveniva « a un passo eccedente il saggio di sviluppo del prodotto nazionale. In entrambi i paesi, a questo processo si associava il persistente disavanzo della bilancia dei pagamenti, attraverso il quale le conseguenze monetarie dell'eccessiva creazione di liquidità venivano in parte esportate verso altri paesi ».

4. - All'altro estremo, si argomenta che il funzionamento attuale del sistema monetario internazionale avrebbe costretto i paesi con moneta di riserva a frenare indebitamente l'espansione o li avrebbe sospinti al disavanzo. Darò alcune illustrazioni di queste linee di ragionamento.

Nelle conclusioni del rapporto preparato da Walter Salant, Emile Despres e altri sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti nel 1968 (pubblicato dalla *Brookings Institution* nel 1963) si sostiene che, nel vigente sistema di tassi di cambio fissi, e al livello esistente di riserve valutarie, le considerazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti hanno condotto all'adozione da parte degli Stati Uniti di politiche indesiderabili, creando costrizioni più severe della semplice esigenza di bilanciare nel lungo periodo gli usi interni per consumi e investimenti (con la possibile aggiunta delle esportazioni strutturali di capitale) con le risorse generate a livelli elevati di attività.

« Considerazioni attinenti alla bilancia dei pagamenti hanno avuto una parte importante nel mancato conseguimento dell'obiettivo di massima produzione e occupazione fissato nell'Employment Act. La politica finanziaria di tipo espansivo necessaria per ricondurre l'occupazione a livelli elevati è stata dilazionata e resa più difficile da timori che l'espansione facesse peggiorare la bilancia dei paga-

menti. L'abbassamento dei tassi d'interesse in misura atta a promuovere livelli elevati di investimenti interni e di sviluppo è stato inibito dalle apprensioni circa l'esportazione di capitali ».

E ancora :

« Il grave pericolo di un sistema di tassi di cambio fissi applicato con l'attuale e prevedibile livello di riserve valutarie è che esso non permette di finanziare i disavanzi abbastanza a lungo per dare tempo al prodursi degli aggiustamenti necessari. Le misure deflazionistiche, mezzo classico per migliorare la bilancia dei pagamenti, deprimono l'occupazione e il reddito reale — effetti che non sono politicamente accettabili e nemmeno economicamente desiderabili in un paese industriale moderno. Negli Stati Uniti, larghe riduzioni assolute nel reddito reale causano appena piccole diminuzioni nelle importazioni, compensate in parte da riduzioni delle esportazioni, cosicchè per indurre miglioramenti relativamente piccoli nella bilancia dei pagamenti netta sono necessarie riduzioni molto sostanziose nella produzione totale e nel reddito. Inoltre, tassi d'interesse più elevati, mentre scoraggiano gli investimenti all'interno, possono non esplicare efficacia nell'attrarre capitali ad una moneta debole quando sono disponibili monete forti ».

Nel suo volume su « L'Europa e il dollaro », Kindleberger propone la tesi che il disavanzo nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti non è dissimile dallo squilibrio che si constata contrapponendo la scadenza media delle passività di una banca a quella delle sue attività, che è di regola più lunga. Collocato in questa prospettiva, il disavanzo degli Stati Uniti risulta uguale soltanto alla perdita di oro, giacchè l'accumulazione di disponibilità in dollari da parte dell'estero sarebbe soltanto un fenomeno di intermediazione finanziaria. Questa tesi è stata anche presentata ai lettori dell'*Economist* nel febbraio del 1966 da Kindleberger, Despres e Walter Salant insieme. Kindleberger argomenta che la generalità del pubblico nei paesi continentali dell'Europa occidentale, e specialmente in Germania, ha una propensione elevata a detenere attività in forma liquida, principalmente in quella di depositi con le banche commerciali e le casse di risparmio. Questo genera una tendenza delle banche a restare liquide nei riguardi del proprio istituto di emissione e di questo a restare liquido nei riguardi del resto del mondo. Al tempo stesso, atteggiamenti siffatti spingono all'insù i tassi d'interesse a lungo

termine. Di conseguenza, essendo libero il movimento dei capitali, l'equilibrio tra l'Europa occidentale e gli Stati Uniti si raggiunge mediante l'indebitamento a breve degli Stati Uniti verso l'Europa, cui si contrappone l'acquisizione da parte loro di attività finanziarie a lunga e di investimenti diretti in Europa.

L'opinione che il modo di operare dell'odierno sistema monetario internazionale sia tale da spingere i paesi con moneta di riserva a un disavanzo di liquidità è stata espressa vigorosamente dal Consigliere economico della Banca dei regolamenti internazionali, Milton Gilbert. Parlando a Washington recentemente, egli ha sostenuto che l'offerta inadeguata di nuovo oro monetario spinge al disavanzo il venditore residuale di oro, ossia gli Stati Uniti. Nelle sue parole :

« La situazione degli Stati Uniti deve essere inquadrata in quella del sistema internazionale preso nel suo insieme. Nel 1966 e nel 1967 l'afflusso di oro alle complessive riserve monetarie è stato negativo; la domanda privata sul mercato ha assorbito più dell'intera offerta di oro di nuova produzione. Un incremento negativo delle riserve auree significa che uno o alcuni paesi debbono cadere in disavanzo ».

« Poichè il dollaro è la moneta di riserva e di intervento del sistema, il bisogno di disavanzi lordi piuttosto sostanziali che il sistema manifesta viene inevitabilmente addossato agli Stati Uniti ».

« Il fattore sottostante allo squilibrio dei pagamenti esteri degli Stati Uniti e alla contrazione della sua riserva aurea durante la più parte dei diciassette anni passati si ritrova nella scarsità di nuovo oro monetario ».

« Gli Stati Uniti sono il paese residuale del sistema: l'acquirente e il venditore residuale di oro e il luogo residuale del disavanzo del sistema ».

Secondo Gilbert, anche il Regno Unito soffre in modo simile della tensione nella liquidità internazionale. Oltre l'effetto sugli Stati Uniti, la tensione si esercita :

« sopra ogni moneta che si trovi in situazione alquanto sfavorevole nella struttura dei tassi di cambio. Il Regno Unito è stato, in parte, vittima di questa situazione. La condizione del sistema richiede vittime sacrificali. E continuerà a richiederle fino al giorno in cui si sia trovata una base sana per un ragionevole sviluppo delle riserve ».

5. - Chi cerchi di formarsi una propria meditata opinione in contra molti ostacoli,

La valutazione quantitativa di alcuni dei fattori in gioco è resa difficile dall'insufficienza dell'informazione statistica. È questo ad esempio il caso nei riguardi della distribuzione della proprietà di attività finanziarie.

A livelli più elevati del processo interpretativo, esiste la difficoltà di distinguere causa da effetto nel gioco di molti fattori, effetti simili potendo derivare da diverse cause o ordini di cause. Per dare un esempio, dalla coesistenza in un paese di uno stato di inflazione strisciante e di un avanzo di bilancia dei pagamenti si può essere tratti ad inferire che il paese abbia importato l'inflazione. In effetti, può essere che nel paese operassero fattori puramente interni, quali i movimenti salariali, di per sé atti a generare pressioni inflazionistiche. Secondo quanto afferma il dr. Holtrop nella rassegna già citata, i concetti di inflazione dei redditi, inflazione della domanda e inflazione monetaria sono tutti appropriati, ma le relazioni dalle quali essi sono derivati « stabiliscono un rapporto non fra cause ed effetti, ma fra certi fenomeni e i relativi presupposti ».

Un aspetto comune a quasi tutti gli anni ed i paesi sotto rassegna è stato l'eccesso di domanda, ossia una situazione nella quale la domanda monetaria complessiva non è stata interamente coperta dal flusso dei beni di nuova produzione, valutato a prezzi costanti e generato ad alti livelli di occupazione. L'eccesso di domanda si manifesta nell'aumento dei prezzi e/o nel disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

In un gruppo di paesi altamente integrato sotto il profilo degli scambi, ed entro il quale vengano mantenuti tassi di cambio fissi, può avvenire che la domanda monetaria complessiva sia uguale al flusso delle risorse reali per il gruppo preso nel suo insieme, ma non per ogni singolo paese: l'eccesso di domanda in alcuni paesi essendo compensato da difetto di domanda in altri. Date queste condizioni, in alcuni paesi insorgerebbe un disavanzo esterno, compensato da avanzi equivalenti in altri; i prezzi rimarrebbero stabili.

Ovvero, la domanda monetaria complessiva del gruppo può essere eccessiva. Quando l'eccesso di domanda, misurato in termini di prodotto nazionale, fosse uguale in tutti i paesi, i prezzi salirebbero ovunque col medesimo ritmo e non si produrrebbero squilibri esterni in alcun paese.

Od ancora, l'eccesso di domanda può essere diverso da paese a paese. In questo caso, l'aumento generale dei prezzi sarà accompagnato da squilibri esterni, attraverso i quali la pressione sui prezzi,

generata con forza disuguale nei singoli mercati nazionali, verrà a distribuirsi uniformemente sull'intera area, facendo convergere i movimenti nazionali dei prezzi verso una tendenza comune.

6. - Mi propongo di affrontare il problema enunciato al punto 2 esaminando i fatti della situazione, alla luce delle distinzioni ora proposte.

Un eccesso di domanda si è avuto certamente nel Regno Unito, dove per i nove anni dal 1959 al 1967 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti è ammontato complessivamente a circa 850 milioni di sterline (0,3 per cento del prodotto nazionale lordo) e il deflatore implicito dei prezzi è aumentato di circa un terzo. Per quanto peso si voglia assegnare all'insufficiente utilizzazione delle capacità produttive avutasi nelle fasi restrittive della politica di *stop-go*, esso non può essere tale da rovesciare questa conclusione, più specialmente per gli ultimi quattro anni, nei quali il disavanzo esterno è stato concentrato.

Gli Stati Uniti presentano un quadro assai diverso. L'aumento dei prezzi è stato appena superiore alla metà di quello avutosi nel Regno Unito (17 contro 31 per cento) e le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno segnato, per i nove anni, un avanzo di quasi 40 miliardi di dollari, pari allo 0,7 per cento del prodotto nazionale. Tuttavia, la situazione americana è peggiorata dal 1964: i prezzi sono aumentati più rapidamente e l'avanzo esterno si è contratto.

Da questi dati si trae immediatamente la conclusione che il Regno Unito può essere ritenuto responsabile di avere esportato inflazione in due modi: assorbendo risorse dal resto del mondo per l'importo del disavanzo corrente (che, tuttavia, fu causato in misura considerevole dalle spese militari all'estero) ed espandendo nel resto del mondo la base del credito attraverso il finanziamento monetario del disavanzo, nelle forme dell'indebitamento presso il Fondo monetario internazionale e presso le banche centrali estere, o mediante la cessione di oro. Al contrario, gli Stati Uniti hanno generato due effetti opposti: attraverso l'avanzo corrente hanno fornito risorse al resto del mondo, riducendo di altrettanto i possibili scarti inflazionistici colà in essere; ma, attraverso il disavanzo globale nascente dalle transazioni governative e dai flussi di capitale, essi hanno allargato la base monetaria nei paesi eccedentari.

Poichè il disavanzo corrente britannico è stato pari a una piccola frazione soltanto dell'avanzo americano, i due paesi con moneta di riserva, presi insieme, sono stati fornitori netti di risorse reali al resto del mondo; per questa via, essi hanno contribuito a moderare le pressioni inflazionistiche in atto nelle economie dei paesi con cui hanno intrattenuto scambi, in misura uguale all'effetto di assorbimento di potere d'acquisto esercitato dalle risorse nette fornite. Tuttavia, attraverso il disavanzo complessivo delle loro bilance dei pagamenti, essi hanno esercitato un effetto espansivo sulle riserve auree e valutarie e quindi sulla liquidità del resto del mondo. Per quanto in termini assoluti il disavanzo globale dei due paesi presi insieme sia stato minore del loro avanzo corrente, l'influenza espansiva può essere stata quella dominante, avendo agito con la maggiore intensità dovuta al moltiplicatore dei depositi.

Al fine di chiarire questo punto, darò brevemente conto dell'evoluzione della liquidità nei paesi eccedentari e cercherò di stabilire se ed in quale misura essi abbiano procurato di compensare l'effetto espansivo dei pagamenti esteri.

7. - Poichè i paesi eccedentari non possono venire trattati come un'entità singola, prima di usare medie è prudente considerare i dati nazionali. Questi indicano che l'espansione della liquidità fu senza eccezione assai maggiore di quella avutasi nei prodotti nazionali a prezzi costanti. In effetti, durante gli otto anni dal 1959 al 1966, la massa di moneta e quasi-moneta si è accresciuta nel Belgio-Lussemburgo a un tasso annuale vicino all'8 per cento, mentre il prodotto nazionale a prezzi costanti cresceva annualmente del 4,5 per cento. Per l'Olanda, i dati corrispondenti sono 9,2 e 5,3; per la Francia, 13,2 e 5,2; per la Germania, 12,5 e 5,3; per l'Italia, 14,4 e 5,5. Questi dati nazionali presentano una dispersione moderata rispetto alle medie ponderate per il gruppo delle cinque aree monetarie, pari a 12,8 e 5,3.

Non diversa è la situazione riscontrabile negli altri paesi del continente. Ad esempio, nella Svizzera il tasso di espansione della liquidità è stato del 10,3 per cento e quello del prodotto nazionale del 5,3; nella Svezia si sono avuti tassi del 7,5 e 4,6 rispettivamente.

Lo sviluppo dei prodotti nazionali è stato ottenuto con una utilizzazione piena o quasi piena delle capacità produttive in tutti i paesi menzionati, fuorchè nei brevi periodi di restrizione seguiti alle fasi di *boom* degli investimenti o di esplosione salariale.

Così essendo, si può asserire con sicurezza che l'espansione della produzione non è stata assoggettata a limitazioni serie dal lato dell'offerta di liquidità (\*\*).

8. - Il quesito successivo nello studio delle relazioni tra andamenti monetari nazionali concerne la parte avuta dalle componenti interne e da quella estera nel generare un'offerta di liquidità talmente ampia.

Ritengo che la fonte più conveniente per l'esame sia costituita dal bollettino statistico del Fondo monetario internazionale, il quale per ogni paese offre l'analisi dell'attivo dell'istituto di emissione, e un quadro delle attività e delle passività del sistema bancario.

Per i paesi continentali dell'Europa occidentale, si resta colpiti dall'importanza che l'acquisizione di oro e valute ha avuto durante gli anni recenti nell'espansione delle attività degli istituti di emissione, le quali formano la base monetaria. Nei paesi minori (Belgio, Olanda, Svizzera e Svezia) praticamente l'intera espansione della base monetaria dopo l'introduzione della convertibilità è stata dovuta alla componente estera.

I crediti dell'istituto di emissione verso il governo non hanno variato molto in Belgio e Svezia; in Olanda e Svizzera sono d'importo trascurabile. Gli analoghi crediti verso il settore privato (principalmente rappresentato dalle banche commerciali) sono poco importanti nei quattro paesi indicati.

Nei paesi maggiori (Francia, Germania e Italia) l'espansione della componente estera è stata accompagnata da quella di una delle componenti interne o di entrambe (crediti al governo e crediti al settore privato). La Banca di Francia ha allargato i crediti al governo; la Bundesbank e la Banca d'Italia anche quelli al settore privato.

Questa sommaria rassegna palesa che i paesi maggiori, lungi dal compensare l'effetto espansivo della componente estera, vi hanno sovrapposto l'aumento dei crediti dell'istituto di emissione verso l'interno, mentre i paesi minori hanno accettato l'espansione della base monetaria che veniva generata dall'avanzo esterno senza in modo significativo accrescerla o diminuirla con altre operazioni. In effetti, in due di questi paesi le banche centrali non potevano diminuire le

(\*\*) Quest'ultima è stata mantenuta più strettamente in linea col flusso delle risorse reali nei due paesi con moneta di riserva: infatti, i saggi di espansione sono stati del 3,5 per cento per entrambe le serie nel Regno Unito, del 6,0 e del 4,8 per cento negli Stati Uniti.

attività sull'interno perchè non ne avevano. Da ciò non si deve concludere che gli istituti di emissione siano rimasti interamente passivi: ad esempio, essi hanno applicato di tempo in tempo limiti quantitativi al volume del credito delle banche commerciali verso i residenti, mantenendolo al disotto di quello che avrebbe potuto essere creato sulla base della liquidità bancaria esistente e favorendo quindi il riflusso di parte di questa liquidità verso il mercato internazionale.

Ad una politica restrittiva fondata sull'uso delle riserve bancarie obbligatorie e di strumenti similari si opponeva in parecchi paesi il difetto di poteri derivanti dalla legge o di precedenti esperienze.

9. - I fattori sinora menzionati, ossia la struttura dell'attivo delle banche centrali e le limitazioni istituzionali all'applicazione di politiche restrittive, non avrebbero in realtà impedito l'adozione di una linea più severa se nel giudizio delle autorità monetarie la situazione l'avesse richiesta. Il processo con cui lo strumentario disponibile per la banca centrale è stato arricchito negli anni recenti avrebbe potuto venire anticipato nel tempo. L'accettazione degli effetti espansivi dell'avanzo sull'estero deve spiegarsi con ragioni più fondamentali.

Lo sviluppo economico richiede che la banca centrale appresti il volume di liquidità atto a sostenerlo. La convertibilità, e l'espansione del commercio estero associata allo sviluppo, richiedono che le attività sull'estero vengano accresciute in relazione alla liquidità interna (una parte della quale può in qualsiasi momento voltarsi in domanda di valuta estera) e ad altri parametri appropriati tra cui la libertà delle transazioni con l'estero.

Perchè le due esigenze siano soddisfatte, una parte della liquidità aggiuntiva dovrà essere generata dalla componente estera, ossia dall'acquisizione di riserve valutarie, secondo una linea tendenziale di accrescimento, sulla quale la politica monetaria mirerà a mantenersi.

Gli scostamenti da questa linea, lasciati operare, determinerebbero uguali scostamenti nell'offerta complessiva di liquidità; per normalizzare lo sviluppo di quest'ultima, la banca centrale di regola compenserà l'effetto della componente estera facendo variare in senso opposto il flusso di liquidità derivante dal movimento delle attività sull'interno.

I paesi continentali si sono lasciati guidare da questi criteri nell'adottare due linee di azione distinte, una per il lungo e l'altra per il breve termine. La situazione in atto altrove (punto 10) consentì loro di conseguire l'espansione tendenziale delle attività sull'estero

pur in presenza di una forte crescita della domanda monetaria interna. Nel breve periodo, essi applicarono (con alcune eccezioni) la politica di stabilizzare il flusso della liquidità compensando le oscillazioni dovute alla componente estera: secondo quanto risulta con nettezza dall'analisi di correlazione. Questa proposizione generale rappresenta soltanto una prima approssimazione alla descrizione delle politiche che furono in effetti seguite e alle quali ritornerò tra poco.

10. - I due paesi con monete di riserva hanno mantenuto durante l'ultimo ventennio una condotta più arrischiata, nel senso di praticare la politica di compensazione oltre i limiti di tempo del breve termine. Nel caso degli Stati Uniti, il persistente drenaggio esercitato sulla liquidità interna dall'avversa bilancia dei pagamenti è stato ridotto dal flusso di ritorno dei dollari depositati presso le banche commerciali americane. Per il resto, è stato compensato con varie azioni delle autorità monetarie, principalmente con le operazioni di mercato aperto e con ripetute riduzioni nelle riserve bancarie obbligatorie.

In aggiunta alla compensazione della perdita di liquidità dovuta allo stato dei pagamenti con l'estero, i due paesi hanno creato liquidità aggiuntiva per finanziare l'espansione interna (cfr. nota al punto 7).

La lunghezza del lasso di tempo per cui essi hanno potuto seguire questo pericoloso corso è stata dovuta in parte a fattori estranei all'atteggiamento delle autorità nei paesi eccedentari, quali la vastità delle riserve auree degli Stati Uniti, il largo e ripetuto uso delle risorse del Fondo monetario da parte della Gran Bretagna, la posizione del dollaro e della sterlina come monete di regolazione degli scambi, che in un mondo in espansione tende ad aumentare i saldi in dollari e in sterline di possesso non ufficiale.

11. - Un esame più ravvicinato del comportamento delle autorità dei paesi eccedentari rivela che le loro motivazioni sono venute presumibilmente cambiando al procedere del tempo, e che il periodo di nove anni deve sotto tale aspetto dividersi almeno in due sottoperiodi di lunghezza disuguale, il primo dei quali abbraccia all'incirca il triennio seguito alla convertibilità, ossia il 1959-1961.

Nei paesi con bilancia dei pagamenti attiva è esistito, durante la maggior parte degli anni sotto rassegna, un conflitto tra l'obiettivo della stabilità dei prezzi e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Se si fossero applicate esclusivamente all'obiettivo di mantenere i

prezzi stabili, contenendo la domanda interna nella misura necessaria, le autorità monetarie avrebbero determinato un'espansione non desiderata dell'avanzo sull'estero. Se invece avessero allargato la domanda monetaria nella misura necessaria ad assorbire interamente l'avanzo sull'estero, esse avrebbero spinto ulteriormente all'insù i prezzi. Le rivalutazioni attuate dalla Germania e dall'Olanda nel marzo 1961 sono state naturalmente timidi tentativi di trovare una via d'uscita dal dilemma, o per lo meno di ridurne l'importanza; giacchè i tassi di cambio fluttuanti, per quanto trovino molto favore presso gli economisti accademici, ripugnano sia agli accordi di Bretton Woods sia al Trattato di Roma.

Nell'insieme, le autorità monetarie hanno accettato il vincolo dei tassi di cambio fissi che originava il dilemma, ed hanno proceduto entro il sistema esistente a scegliere un corso di azione che rifletteva la scala di priorità tra i vari obiettivi. Sono convinto che, nell'attuale clima di opinione, lo sviluppo è accettato dalle banche centrali come l'obiettivo supremo, e che le altre finalità di politica economica vengono in gran parte ordinate allo sviluppo. Mi riferisco in particolare alla stabilità dei prezzi, con eccezione forse per uno o due paesi in cui la sensibilità all'inflazione è più acuta. La sufficienza delle riserve valutarie è misurata con lo stesso metro, poichè il possesso di riserve viene ritenuto adeguato quando è tale da consentire che il processo di aggiustamento riconduca i pagamenti esteri all'equilibrio senza sottoporre l'economia ad una recessione. Il livello ottimo di riserve per un paese sarà naturalmente influenzato, come lo è per una banca o per un'impresa di produzione, dal movimento atteso dei prezzi, dal rendimento e dalla spendibilità, e, almeno nel caso dei paesi maggiori detentori di riserve, sarà anche influenzato dal desiderio di far funzionare il sistema monetario internazionale così come esso è (o da quello di cambiarlo).

Le situazioni e gli andamenti effettivi si distaccano in modo più netto da certe norme che da altre, in congiunture sempre nuove alle quali le risposte delle autorità monetarie vengono costantemente adattate. È con rispetto a questi mutamenti che ho suggerito prima la divisione degli anni sotto rassegna in due sottoperiodi.

12. - Negli anni 1959-1960 il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti fu molto ampio, il peggioramento datando dal 1958, anno nel quale apparve d'improvviso un disavanzo massiccio. Il Regno Unito ebbe un largo disavanzo in entrambi gli anni.

Nel mondo occidentale, il 1959 fu un anno di ripresa incipiente dalla recessione del 1958. Nell'Europa continentale, la ripresa avvenne in un clima di stabilità dei prezzi, che andò lentamente peggiorando nel corso degli anni 1960 e 1961. Un modo semplificato di valutare la parte avuta in questo peggioramento da impulsi inflazionistici provenienti dall'estero consiste nel confrontare l'aumento dei prezzi con l'avanzo delle partite correnti.

Per i paesi della Comunità economica europea presi nel loro insieme, i prezzi salirono nel 1959 del 2,5 per cento; l'avanzo corrente fu anch'esso uguale al 2,5 per cento della somma dei prodotti nazionali. Se alla domanda generata internamente non si fosse aggiunta la domanda estera, e a parità di altre condizioni, i prezzi nell'area della Comunità si sarebbero mantenuti stabili; perciò l'aumento si può ascrivere interamente alla domanda estera. Questo, tuttavia, merita di essere posto in una luce migliore per la parte che ebbe nel guidare, o accelerare, la ripresa.

Nel 1960, l'aumento dei prezzi nei sei paesi presi insieme (che formano cinque aree monetarie) fu del 2,7 per cento e l'avanzo corrente del 2,1. Per tre quarti l'eccesso di domanda monetaria palesato dall'aumento dei prezzi fu dunque di origine estera.

Nel 1961, il rialzo dei prezzi toccò il 3,6 per cento e l'avanzo corrente scese all'1,5. Le due opposte variazioni indicano che la domanda interna si andava innalzando, in parte per la liquidità generata dal persistente avanzo estero: l'effetto espansivo della domanda estera si veniva spostando dall'assorbimento di nuove risorse reali alla creazione cumulativa di liquidità.

Nella media triennale, l'avanzo corrente dei paesi CEE fu del 2,0 per cento del prodotto nazionale e l'aumento dei prezzi del 2,9.

Al fine di valutare l'influenza dell'avanzo corrente sull'offerta di liquidità, e quello della liquidità addizionale sull'espansione del prodotto nazionale a prezzi correnti, occorre introdurre i relativi moltiplicatori, ossia il rapporto dell'offerta di moneta alle attività della banca centrale e il rapporto del prodotto nazionale all'offerta di moneta; più brevemente, il prodotto dei due rapporti, ossia il quoziente del prodotto nazionale alle attività della banca centrale. Usando i dati del 1965 per dieci paesi dell'Europa occidentale (le cinque aree monetarie della CEE, tre paesi scandinavi, la Svizzera e l'Austria) il rapporto del prodotto nazionale alle attività della banca centrale risulta compreso fra un minimo di 4 in Svizzera e un massimo di 9 in Germania e Svezia, con una media semplice di 7.

Ove questo moltiplicatore venga applicato all'avanzo sull'estero, appare che un avanzo uguale al 2 per cento del prodotto nazionale è atto, in assenza di un'azione compensativa della banca centrale, a finanziare un'espansione del 14 per cento nel prodotto nazionale, che forzatamente sarà in larga parte inflazionistica (eccetto forse in Giappone). Un avanzo pari allo 0,7 per cento circa di tale prodotto è sufficiente, come fonte di liquidità, a finanziare uno sviluppo in termini reali adeguato ai saggi propri delle nostre economie, che si trovano nella zona del 4-5 per cento.

Per la Germania e per l'Olanda, l'avanzo corrente dei tre anni — espresso, ripeto, in termini di prodotto nazionale — fu maggiore dell'aumento dei prezzi. Una relazione siffatta implica che il flusso della domanda monetaria interna fu mantenuto leggermente al di sotto di quello dei beni e servizi di nuova produzione. Non sono in grado di dire se ciò risultò dallo sforzo delle autorità dei due paesi di compensare gli impulsi inflazionistici provenienti dall'estero o se si trattò di risultato non intenzionale. Certo, la stabilità dei prezzi deve avere occupato un posto assai elevato tra gli obiettivi di politica economica in quei due paesi, se la loro reazione successiva fu quella di rivalutare.

13. - Nel 1962, l'ascesa dei prezzi si fece ancora più celere sul continente; negli anni successivi, almeno fino al 1966, essa si mantenne sensibile e diffusa, essendo dovunque superiore al 3½ per cento nella media annuale. Per il gruppo di dieci paesi citato poco fa, la media fu del 4,2 per cento, contro il 2,8 nel triennio precedente. L'esperienza dei paesi CEE non fu migliore di quella degli altri.

Ma l'aumento non è stato uniforme nel tempo e i mutamenti nel suo ritmo non sono stati simultanei fra paese e paese. Queste differenze sembrano indicare che il movimento dei prezzi sia stato in larga misura governato da variazioni di origine interna nel volume della domanda. Conosciamo tutti il fenomeno del surriscaldamento, nel quale un'espansione della domanda d'investimento o della spesa governativa conduce ad un'esplosione salariale, la quale viene seguita da un aggiustamento verso il basso. Esperienze memorabili furono quelle dell'Italia nel 1963-1964, dell'Olanda e della Germania nel 1964-1966.

L'ipotesi di una prevalenza di fattori interni è confortata dai cambiamenti intervenuti nel saldo degli scambi con l'estero e nella distribuzione del reddito nazionale nei paesi eccedentari.

L'avanzo corrente dei paesi CEE nella media annua del quinquennio 1962-1966 cadde allo 0,7 per cento della somma dei prodotti nazionali. In alcuni casi il peggioramento rispetto al triennio precedente fu molto pronunciato: in Olanda, ad esempio, l'aumento annuo dei prezzi si approssimò al 6 per cento e l'avanzo corrente si ridusse a quasi nulla. In Svezia e Svizzera la bilancia corrente divenne negativa.

Una frazione soltanto dell'ulteriore miglioramento nella situazione valutaria dei paesi occidentali è imputabile all'avanzo corrente residuo in questo periodo. In parte maggiore, il miglioramento fu dovuto all'afflusso di capitale a lungo termine dagli Stati Uniti. In ultima analisi, l'afflusso di capitali non fornì ai paesi che ne beneficiarono risorse reali addizionali, se si escludono le nuove tecnologie e le capacità imprenditoriali associate con esso. Per il resto, esso condusse soltanto all'acquisizione di attività a breve termine sugli Stati Uniti, contro l'acquisizione da parte americana di attività finanziarie a lungo termine, e/o del controllo su parte dell'apparato produttivo dei paesi europei.

I richiamati movimenti nei prezzi e nel saldo dei conti con l'estero ebbero luogo in presenza di una soddisfacente espansione produttiva, associata ad elevati livelli di occupazione e a forti guadagni di produttività. Presi nel loro insieme, gli sviluppi del periodo indicano che il volume di domanda interna fu sufficiente ad assorbire l'offerta addizionale, a determinare uno spostamento negli usi del prodotto nazionale verso il consumo e l'investimento e ad accelerare la corsa dei prezzi.

Se il processo inflazionistico fosse stato dominato principalmente dalla domanda estera, esso avrebbe probabilmente indotto un allargamento dei margini di profitto. Ma nessun mutamento del genere nella distribuzione del reddito si desume dalle contabilità nazionali dei paesi dell'Europa occidentale; sembra anzi vero il contrario: l'aumento dei prezzi risultando più celere in concomitanza con gli spostamenti di reddito a favore del lavoro dipendente e con peggioramenti nel saldo delle partite correnti. Vari paesi dell'Europa occidentale fecero di tempo in tempo esperienza di questa condizione di spinta salariale.

14. - Se è vero che la spinta espansiva e il suo eccesso inflazionistico provennero da fattori interni è anche vero che, sul piano internazionale, un diffuso stato di inflazione strisciante e il disavanzo



americano costituirono in vario senso condizioni sollecitatrici. Quando in una qualsiasi economia nazionale si generano forze che daranno inizio al *boom*, una forte posizione monetaria esterna può indurre le autorità a non opporsi all'espansione degli investimenti e alle concessioni salariali. E, nella fase di aggiustamento che fa seguito al *boom*, il paese deve soltanto rallentare il passo dell'inflazione, senza arrivare ad una deflazione in assoluto, ed è aiutato dalla forte domanda estera a spostare risorse verso l'esportazione.

La continuazione del disavanzo verso l'estero nei paesi con moneta di riserva, in presenza di uno stato d'inflazione strisciante nel resto del mondo, era di per sé stessa sufficiente ad intrattenere tale stato. I paesi con moneta di riserva non si attendevano, nè desideravano, che l'Europa occidentale sbarrasse le porte all'inflazione con una politica monetaria più restrittiva e più larghi avanzi esterni, o con la rivalutazione monetaria, linee di azione tutte assai sgradite agli stessi paesi eccedentari. Le autorità dei paesi con moneta di riserva avevano perciò la certezza pratica che la persistenza di un disavanzo, in conto corrente o in conto capitale, avrebbe reso inevitabile un certo grado d'inflazione nei paesi eccedentari.

In tale senso, i disavanzi hanno rappresentato una condizione *sufficiente* d'inflazione nell'Europa occidentale: conclusione che non arriva da sola ad assegnare ai paesi con moneta di riserva una netta responsabilità del fenomeno, poichè quei disavanzi non ne hanno costituito una condizione *necessaria*.

Ancora una volta: il miglioramento continuo nella consistenza delle riserve dei paesi dell'Europa occidentale costituì una condizione la quale favorì l'adozione delle opzioni espansive ogniqualvolta altri criteri di politica economica suggerivano un'alternativa tra l'espansione e la restrizione. Ma i fattori interni i quali, anche in assenza di un avanzo corrente, intrattennero l'inflazione in un paese come l'Inghilterra non erano assenti sul continente e di tempo in tempo vennero alla ribalta come protagonisti.

Se questa conclusione è corretta, lo sperato ripristino dell'equilibrio esterno da parte dei paesi con moneta di riserva, mentre gioverà ad una migliore definizione delle responsabilità, non varrà di per sé stesso a rallentare sostanzialmente il passo dell'inflazione nell'Europa occidentale.

15. - La conclusione ora enunciata non significa accettazione di quelle raggiunte da Kindleberger e da Gilbert.

La posizione degli Stati Uniti, di creditore a lungo termine e debitore a breve, è stata mantenuta grazie all'adozione da parte delle autorità monetarie americane di una linea di condotta intesa a consentire l'aumento dei tassi a breve termine e contenere invece quelli a lunga. Questa politica ha avuto qualche successo, ma ha affidato una parte essenziale all'offerta di liquidità attraverso massicci acquisti di titoli governativi da parte del Sistema della riserva federale.

Dal 1959 al 1967, il pubblico ha accresciuto il suo possesso di moneta e di depositi a vista e a termine presso le banche commerciali da 206 a 365 miliardi di dollari. Il debito pubblico si è accresciuto nello stesso periodo di 62 miliardi di dollari (da 283 a 345) dei quali 10 miliardi soltanto acquistati dalle persone, 29 acquistati da banche commerciali e da altri istituti e i residui 23 dalla Riserva federale. Il portafoglio di questa ora comprende un importo notevole di titoli a medio termine. L'intera espansione di 159 miliardi nell'offerta monetaria è stata fondata su tali acquisti, oltrechè su riduzioni nell'obbligo della riserva bancaria, mentre la scorta aurea è diminuita di 8 miliardi. Eppure, la scadenza media dei titoli di debito pubblico, che era scesa da circa nove anni nel 1949 a cinque nel 1958, si è abbreviata ulteriormente a quattro anni; il saggio medio di rendimento delle migliori obbligazioni industriali (Aaa) è aumentato dal 3,80 al 5,50 per cento; quello dei titoli governativi da tre a cinque anni dal 2,90 al 5,10 (5,70 in dicembre). In questi ultimi tempi, gli Stati Uniti sono diventati prenditori di fondi esteri nell'intero arco delle scadenze. Quando le azioni di politica economica, sia nell'ordine monetario che in quello amministrativo, acquistano influenza dominante sul flusso dei fondi con l'estero, come è avvenuto su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma soprattutto su quella occidentale, e producono cambiamenti tanto importanti nel volume e nella direzione dei vari flussi, occorre scavare davvero molto a fondo per scoprire le sottostanti propensioni.

Circa la tesi di Gilbert, secondo cui il sistema monetario internazionale funzionerebbe in modo tale da spremere oro e dollari ai paesi con monete di riserva, i criteri di verifica sembrano da ricercare nell'avanzo delle partite correnti, e nel contenimento della domanda monetaria interna posto in atto per produrlo. Ma si è visto prima che a partire dal 1962 gli avanzi correnti dell'Europa occidentale sono stati piccoli, i livelli di occupazione elevati e l'aumento dei prezzi sostenuto. In altri termini, non è provato che la politica dei paesi dell'Europa occidentale sia stata orientata in misura

significativa all'ottenimento di avanzi sull'estero, perchè questi sono insorti senza il sacrificio di altri obiettivi prefissati.

La reazione dei paesi eccedentari alla desiderata nuova situazione in cui gli Stati Uniti non creeranno ulteriormente riserve offrirà — insieme con la verifica della conclusione del paragrafo precedente — l'evidenza della scala di priorità degli obiettivi. Se l'analisi qui proposta è corretta, i paesi del Continente continueranno probabilmente ad optare per l'espansione anche in presenza di disavanzi esterni.

16. - Questa conclusione è riferita ad un vicino avvenire di qualche anno. Per il lungo periodo, le opinioni relative al problema dell'espansione della liquidità internazionale sono divise fra chi favorisce un'impostazione meccanicistica in termini di prezzo dell'oro e chi vorrebbe far perno sulla creazione di riserve attraverso il Fondo monetario internazionale. L'esperienza dell'ultimo decennio sembra indicare che le maggiori potenzialità di finanziamento dei disavanzi esterni risiedono altrove: nel mercato monetario internazionale.

Il saldo delle partite correnti è collegato al movimento delle riserve ufficiali attraverso le poste del flusso netto di capitali a lungo termine e di fondi a breve termine. Nella misura in cui i due flussi siano di natura equilibrante, essi varranno a moderare l'effetto dei saldi correnti sulle riserve ufficiali.

Da un'estesa ed elaborata documentazione statistica gentilmente apprestata per questa occasione da amici ricercatori, sembrano potersi trarre le seguenti conclusioni. I flussi di capitale a lungo termine tra paesi sviluppati hanno accresciuto il bisogno di finanziamento dalle riserve ufficiali, poichè i paesi eccedentari dell'Europa occidentale sono stati importatori netti di capitale a lungo termine. I flussi di fondi a breve termine agiscono in senso squilibrante quando sono sollecitati dall'attesa di mutamenti nelle parità di cambio: disgraziatamente, il Regno Unito ha avuto ripetuta esperienza di ciò. Ma, in contrasto con i flussi a lungo termine, per la maggior parte dei paesi e del periodo sotto rassegna, essi hanno agito in senso equilibrante, anche perchè le banche centrali hanno sollecitato flussi appropriati, variando l'offerta di valuta estera al mercato e con un'azione regolatrice più generale. Un graduale affinamento delle loro tecniche operative ha assicurato via via risultati migliori. Il volume dei flussi a breve termine è andato crescendo nel tempo in relazione alle dimen-

sioni dei saldi delle partite correnti, e negli anni più recenti l'insieme di tali flussi ha assunto un carattere più equilibrante che in passato.

Il primo esempio delle grandi possibilità del mercato monetario internazionale fu probabilmente quello fornito dal finanziamento del disavanzo dell'Italia nel 1963, quando le banche italiane si indebitarono all'estero per oltre un miliardo di dollari. Nel biennio 1966-1967 le banche americane si sono analogamente indebitate per quasi tre miliardi di dollari. Altri esempi di disavanzi finanziati in larga parte attraverso il mercato sono quelli della Germania e dell'Olanda negli anni 1964 e 1965. L'Italia nel biennio 1965-1966 e la Germania nel 1967 hanno restituito al mercato parte della valuta estera proveniente dagli avanzi correnti. Anche nel caso del Giappone, l'effetto dell'alternarsi di avanzi e disavanzi correnti sul movimento delle riserve ufficiali è stato grandemente ridotto dai flussi di fondi a breve termine.

17. - Il mercato monetario internazionale va così acquistando il carattere di un mercato di valuta-riserva, nel senso più largo che i flussi di fondi assumono in parte la funzione propria delle riserve ufficiali e in quello più stretto che il mercato viene alimentato in vario modo da valuta tratta dalle riserve ufficiali: attraverso le operazioni della banca centrale con le banche commerciali di ciascun paese, attraverso i depositi che le banche centrali intrattengono presso la BRI e attraverso impieghi diretti delle banche centrali stesse sul mercato internazionale.

Il mercato internazionale di valuta-riserva esegue una propria valutazione collettiva del credito meritato da singole banche e paesi, e viene incontro ai loro bisogni con flessibilità maggiore di quella ottenibile in istituti come il Fondo monetario, nei quali l'accesso al credito è collegato in maniera piuttosto rigida alle quote dei paesi richiedenti. Conseguentemente, il mercato riduce in modo più efficace per i singoli paesi il bisogno di riserve proprie. Inoltre, il volume dei fondi che si dirigono al mercato è correlato a quello degli sbilanci che sorgono negli scambi internazionali, in un meccanismo automatico di mutuo adeguamento tra fondi e usi.

18. - Un quesito che si affaccia alla mente riguarda la possibilità di ulteriore sviluppo del mercato nell'ipotesi di cessazione del disavanzo esterno degli Stati Uniti.

Squilibri nei pagamenti esteri continueranno a verificarsi all'infuori degli Stati Uniti; essi verranno finanziati sulle riserve esistenti

o, supponiamo, mediante indebitamento a breve termine sulla piazza di New York. I paesi eccedentari saranno in grado di restituire al mercato la valuta estera di nuova acquisizione; il mercato la userà in parte per finanziare nuovi sbilanci, in parte per accrescere la propria liquidità, che, supponiamo, prenderà la forma di depositi presso banche di New York. In ultima analisi, il mercato potrà svilupparsi nella stessa misura in cui insorgeranno sbilanci al di fuori degli Stati Uniti, in una relazione reciproca fra tali sbilanci, l'uso dei fondi da parte del mercato e le fonti del finanziamento, che ricorda quella esistente tra la domanda di prestiti bancari, il volume del credito e i depositi.

L'analogia col modo di operare di un sistema bancario va oltre, nel senso che gli intermediari finanziari presenti sul mercato monetario internazionale devono mantenere un volume di liquidità correlato al volume di depositi che ricevono. Quando la liquidità scarseggiasse essi si asterebbero dal concedere crediti addizionali, e il conseguente movimento al rialzo dei tassi d'interesse spingerebbe le banche dei paesi deficitari ad indebitarsi marginalmente a New York. L'afflusso al mercato di fondi provenienti da New York verrebbe di regola utilizzato per costituire su quella medesima piazza depositi intesi a ricondurre la liquidità sui livelli normali.

Nelle fatte ipotesi, il sistema svilupperebbe la sua liquidità in dollari attraverso crediti a breve di banche americane che troverebbero contropartita in equivalenti depositi a breve presso di esse. Nelle presentazioni della bilancia dei pagamenti usate all'infuori degli Stati Uniti, i due flussi sono trattati allo stesso modo e si compensano.

19. - Andando un po' oltre, non è forse del tutto irrealistico immaginare fin d'ora una politica di cambi esteri la quale consentirebbe agli intermediari finanziari operanti sul mercato monetario internazionale di rinunciare all'accumulazione di liquidità in dollari configurata qui sopra.

La variazione dello 0,75 per cento che è ora consentita nei due sensi rispetto alla parità di cambio non serve alcuno scopo economico di rilievo. I paesi della CEE hanno già praticamente rinunciato a modificare le stesse parità di cambio fra le loro monete, per non turbare il funzionamento del sistema di regolazione dei prezzi agricoli vigente nella Comunità.

Forse non è lontano il giorno in cui, attraverso accordi internazionali, o la definizione di nuove regole di condotta, i cambiamenti nelle parità verranno ad essere esclusi in un'area più larga e in cui le banche centrali adotteranno la pratica di acquistare e vendere le valute estere alla pari. In tali condizioni, le grandi banche che operano al tempo stesso in un mercato nazionale e sul mercato internazionale potranno gestire la propria tesoreria avendo riguardo ad un solo rapporto di liquidità, quello esistente tra il totale delle disponibilità liquide e il totale degli impegni, indipendentemente dalle monete in cui disponibilità e impegni fossero espressi.

20. - È possibile che la situazione ora tratteggiata rifletta le mie preferenze intellettuali piuttosto che le forme reali di un futuro ragionevolmente vicino. Ma le recenti tendenze del mercato internazionale del denaro e dei capitali, sopra brevemente descritte, offrono vera promessa di una nuova e migliore via alla soluzione del problema dei pagamenti internazionali che sarebbe colpevole ignorare.

I tassi di cambio fluttuanti vengono spesso proposti quale mezzo radicale di ridurre o eliminare gli sbilanci nei pagamenti con l'estero. Ma la flessibilità dei tassi di cambio comporta una rigidità in senso più fondamentale, perchè eliminando il volano dell'espansione e contrazione delle riserve valutarie essa impone ad un paese di equilibrare le risorse con gli usi nel breve termine, oltre che nel lungo. L'impostazione alternativa, atta ad accrescere la flessibilità in questo senso basilare, ed operante nella direzione di una maggiore integrazione economica, consiste nell'adozione di una politica che promuova i flussi compensativi di fondi. In questa prospettiva, ho sottolineato il merito di un sistema di quasi assoluta rigidità dei tassi di cambio.

Anche se la politica dei cambi non si verrà configurando secondo tale auspicio, con tutta probabilità potremo beneficiare di un ulteriore sviluppo del mercato monetario e finanziario internazionale, che alla City di Londra assegnerebbe una parte comparabile, in dignità ed importanza, alla sua funzione antica di centro mondiale di riserva.

PAOLO BAFFI