

GRANDEZZE ECONOMICHE RILEVANTI AI FINI  
DELLA LIQUIDITA' INTERNAZIONALE  
(Variazioni medie annue e consistenze in milioni di dollari)

## Riserve di liquidità, movimenti di capitali e parità mobili

### 1. Recenti vicende monetarie.

Negli ultimi venti anni, il fabbisogno di riserve incondizionate è stato coperto sia con le acquisizioni nette di oro monetario, sia con l'incremento delle disponibilità in dollari detenute dai vari paesi, essendo questa valuta convertibile in oro al prezzo di 35 dollari l'oncia. Come è noto, il funzionamento di questo tipo monetario, che si qualifica oro-dollaro, richiede, da un lato, che la creazione di dollari concorra all'incremento delle riserve globali, dall'altro che il rapporto fra le riserve auree degli Stati Uniti e le riserve in dollari dei vari paesi non scenda ad un livello critico, ad un livello cioè sotto il quale sorgano incertezze circa la possibilità di convertire in oro le riserve in dollari (1). Naturalmente il sistema oro-dollaro è tanto più duraturo quanto più la creazione di dollari si riconnette ad assorbimento di oro da parte degli Stati Uniti; in ogni caso è necessario, affinché il sistema funzioni regolarmente, che l'incremento delle riserve in dollari rifletta le esigenze della domanda di liquidità internazionale, e quindi non sia la risultante di un'offerta di dollari dovuta ad un disavanzo intrinseco alla bilancia dei pagamenti americana.

Fra il 1950 e il 1957 il tipo oro-dollaro ha svolto appunto la funzione di integrare le riserve globali, in quanto si è verificata una volontaria acquisizione di dollari da parte delle autorità ufficiali dei vari paesi ed è rimasto immutato il livello delle riserve auree detenute dagli Stati Uniti (Tav. 1). Si è tuttavia verificato un accentramento della nuova produzione di oro monetario in paesi diversi dagli Stati Uniti nonché una riduzione del rapporto fra le riserve auree degli Stati Uniti e le disponibilità in dollari dei vari paesi, da 4,67 volte nel 1950 a 2,50 volte nel 1957 (Tav. 2).

(1) ROBERT TRIPPIN, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven, 1961, pp. 62-63.

|  | Periodi |         | Consistenze fine: |         |             |
|--|---------|---------|-------------------|---------|-------------|
|  | 1951-57 | 1958-68 | 1967              | 1968    | giugno 1969 |
| <b>PREZZI IN GROSSO STATI UNITI</b>                                    |         |         |                   |         |             |
| tasso annuo di variazione . . . .                                      | 2,1     | 0,7     |                   |         |             |
| <b>COMMERCIO INTERNAZIONALE . . . .</b>                                |         |         | 201.800           | 224.700 |             |
| variazione media annua . . . . .                                       | 6,971   | 10,690  |                   |         |             |
| tasso annuo di variazione . . . . .                                    | 9,8     | 7,1     |                   |         |             |
| <b>RISERVE AUREE ESCLUSO FMI . . . . .</b>                             |         |         | 38.923            | 38.617  | 38.713      |
| variazione media annua Stati Uniti                                     | 5       | - 1,088 | 12.065            | 10.892  | 11.153      |
| variazione media annua altri paesi                                     | 534     | 1,090   | 26.858            | 27.725  | 27.560      |
| tasso annuo di variazione Stati Uniti . . . . .                        | —       | — 6,5   |                   |         |             |
| tasso annuo di variazione altri paesi                                  | 4,8     | 6,7     |                   |         |             |
| <b>RISERVE VALUTARIE . . . . .</b>                                     |         |         | 28.350            | 31.140  | 31.050      |
| variazioni medie annue:  |         |         |                   |         |             |
| riserve in dollari . . . . .   | 607     | 765     | 18.277            | 17.551  | 14.898      |
| riserve in sterline . . . . .  | — 74    | 297     | 8.256             | 9.676   | 9.454       |
| riserve in altre valute . . . . .                                      |         | 221     | 1.817             | 3.913   | 6.698       |
| tassi annui di variazione:   |         |         |                   |         |             |
| riserve in dollari . . . . .   | 10,3    | 6,4     |                   |         |             |
| riserve in sterline . . . . .  | — 0,7   | 4,0     |                   |         |             |
| riserve in altre valute . . . . .                                      |         | 15,7    |                   |         |             |
| <b>POSIZIONI DI RISERVA PRESSO FMI</b>                                 |         |         |                   |         |             |
| posizione in oro: . . . . .  |         |         | 2.682             | 2.288   | 2.257       |
| variazione media annua . . . . .                                       | — 45    | 101     |                   |         |             |
| tasso annuo di variazione . . . . .                                    | — 2,4   | 9,0     |                   |         |             |
| posizione di riserva escluso oro . . . . .                             |         |         | 3.066             | 4.200   | 4.027       |
| variazione media annua . . . . .                                       | 137     | 279     |                   |         |             |
| tasso annuo di variazione . . . . .                                    | 11,6    | 18,0    |                   |         |             |
| <b>POSIZIONE GAB . . . . .</b>   |         |         | 525               | 1.046   | 1.062       |
| (con inizio dal 1964)  |         |         |                   |         |             |
| variazione media annua . . . . .                                       |         | 160     |                   |         |             |
| <b>DIRITTI SPECIALI DI PRELIEVO</b>                                    |         |         |                   |         |             |
| creazione nel triennio 1970-1972:<br>9,5 miliardi di dollari . . . . . |         |         | —                 | —       | —           |

GRANDEZZE ECONOMICHE RILEVANTI AI FINI  
DELLA LIQUIDITA' INTERNAZIONALE  
(Variazioni medie annue e consistenze in milioni di dollari)

|   | Periodi |         | Consistenze fine: |        |                |
|---|---------|---------|-------------------|--------|----------------|
|   | 1951-57 | 1958-68 | 1967              | 1968   | giugno<br>1969 |
| FINANZIAMENTI STRAORDINARI  |         |         |                   |        |                |
| 1) Stati Uniti (con inizio dal 1961)                              |         |         |                   |        |                |
| a) obbligazioni emesse in valuta del paese creditore . . . . .    |         |         | 1.200             | 2.230  | 2.369          |
| b) crediti reciproci:   |         |         |                   |        |                |
| massimali concordati . . . . .                                    |         |         | 7.080             | 10.505 | 10.480         |
| utilizzi effettuati da:   |         |         |                   |        |                |
| Stati Uniti . . . . .   |         |         | 5.108             | 6.315  | 6.455          |
| Regno Unito . . . . .   |         |         | 5.135             | 7.180  | 7.645          |
| altri paesi . . . . .   |         |         | 1.398             | 3.347  | 4.049          |
| rimborsi effettuati da:   |         |         |                   |        |                |
| Stati Uniti . . . . .   |         |         | 3.332             | 5.883  | 6.360          |
| Regno Unito . . . . .   |         |         | 4.085             | 6.030  | 6.620          |
| altri paesi . . . . .   |         |         | 1.052             | 2.829  | 3.802          |
| 2) Regno Unito  |         |         |                   |        |                |
| finanziamenti straordinari  |         |         |                   |        |                |
| (stime - esclusi crediti reciproci con gli Stati Uniti) . . . . . |         |         | 4.350             | 5.400  | 5.000          |
| ATTIVITÀ DELLE BANCHE COMMERCIALI (con inizio dal 1960)           |         |         | 47.966            | 64.549 | 81.640         |
| variazione media annua . . . . .                                  |         | 6,691   |                   |        |                |
| tasso annuo di variazione . . . . .                               |         | 25,2    |                   |        |                |
| PASSIVITÀ DELLE BANCHE COMMERCIALI (con inizio dal 1960)          |         |         | 58.570            | 75.617 | 97.812         |
| variazione media annua . . . . .                                  |         | 7,452   |                   |        |                |
| tasso annuo di variazione . . . . .                               |         | 21,8    |                   |        |                |
| RISORSE DEL MERCATO DELL'EURODOLLARO (con inizio dal 1964)        |         |         | 17.500            | 25.000 | 34.000         |
| variazione media annua . . . . .                                  |         | 4,000   |                   |        |                |
| tasso annuo di variazione . . . . .                               |         | 29,4    |                   |        |                |

## RAPPORTI PERCENTUALI TRA RISERVE AUREE E VALUTARIE UFFICIALI

| Anni                  | Riserve valutarie (2): Riserve auree (1) | Dollari: Riserve valutarie (2) | Riserve auree: Riserve globali | Riserve auree USA: Riserve auree (1) | Posizioni FMI: Riserve valutarie (2) | Riserve auree USA: Riserve dollari | Finanz. str. USA: Riserve valutarie |
|-----------------------|--|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| 1946 . . . . .        | 31,2                                     | 28,8                           | 73,8                           | 60,7                                 | 14,1                                 | 6,76                               | —                                   |
| 1947 . . . . .        | 30,7                                     | 18,3                           | 74,3                           | 68,9                                 | 14,7                                 | 12,27                              | —                                   |
| 1948 . . . . .        | 40,4                                     | 21,8                           | 69,8                           | 73,7                                 | 11,7                                 | 8,36                               | —                                   |
| 1949 . . . . .        | 31,0                                     | 32,3                           | 74,4                           | 73,3                                 | 16,0                                 | 7,31                               | —                                   |
| 1950 . . . . .        | 39,3                                     | 36,8                           | 70,2                           | 67,5                                 | 12,6                                 | 4,67                               | —                                   |
| 1951 . . . . .        | 40,3                                     | 30,3                           | 69,7                           | 67,2                                 | 12,5                                 | 5,50                               | —                                   |
| 1952 . . . . .        | 41,8                                     | 39,0                           | 69,1                           | 68,2                                 | 12,5                                 | 4,18                               | —                                   |
| 1953 . . . . .        | 45,1                                     | 41,6                           | 67,5                           | 63,9                                 | 12,1                                 | 3,41                               | —                                   |
| 1954 . . . . .        | 47,4                                     | 45,1                           | 66,6                           | 61,9                                 | 11,1                                 | 2,77                               | —                                   |
| 1955 . . . . .        | 47,5                                     | 48,5                           | 66,6                           | 60,8                                 | 11,0                                 | 2,63                               | —                                   |
| 1956 . . . . .        | 49,0                                     | 51,3                           | 65,5                           | 60,6                                 | 12,8                                 | 2,41                               | —                                   |
| 1957 . . . . .        | 45,3                                     | 53,7                           | 66,7                           | 60,8                                 | 13,6                                 | 2,50                               | —                                   |
| 1958 . . . . .        | 44,9                                     | 56,4                           | 66,7                           | 54,0                                 | 14,9                                 | 2,13                               | —                                   |
| 1959 . . . . .        | 43,0                                     | 62,3                           | 67,4                           | 51,6                                 | 20,0                                 | 1,93                               | —                                   |
| 1960 . . . . .        | 49,1                                     | 59,3                           | 64,5                           | 46,7                                 | 19,1                                 | 1,61                               | —                                   |
| 1961 . . . . .        | 49,5                                     | 61,2                           | 63,6                           | 43,4                                 | 21,5                                 | 1,43                               | —                                   |
| 1962 . . . . .        | 50,7                                     | 65,1                           | 63,6                           | 40,9                                 | 19,0                                 | 1,24                               | 1,2                                 |
| 1963 . . . . .        | 55,7                                     | 65,6                           | 61,7                           | 39,0                                 | 17,7                                 | 1,07                               | 5,1                                 |
| 1964 . . . . .        | 58,2                                     | 66,4                           | 60,7                           | 37,9                                 | 17,5                                 | 0,98                               | 5,8                                 |
| 1965 . . . . .        | 56,3                                     | 68,0                           | 60,1                           | 34,0                                 | 23,1                                 | 0,89                               | 5,8                                 |
| 1966 . . . . .        | 61,0                                     | 60,5                           | 58,2                           | 32,7                                 | 25,6                                 | 0,88                               | 4,6                                 |
| 1967 . . . . .        | 72,8                                     | 64,4                           | 55,0                           | 31,0                                 | 20,3                                 | 0,66                               | 10,5                                |
| 1968 . . . . .        | 80,6                                     | 56,4                           | 52,1                           | 28,2                                 | 20,8                                 | 0,62                               | 8,5                                 |
| Giugno 1969 . . . . . | 80,2                                     | 48,0                           | 52,3                           | 28,8                                 | 20,2                                 | —                                  | 7,9                                 |

(1) Escluse le consistenze auree del FMI.

(2) Escluse le posizioni presso il FMI.

Il tipo oro-dollaro funziona in modo pieno quando il dollaro tende ad essere scarso così da rendere conveniente, in base ai tassi del mercato monetario degli Stati Uniti, la cessione di oro alla tesoreria di quel paese al prezzo di 35 dollari l'oncia. Questa linea di condotta può esercitare però una pressione deflatoria sui prezzi, sull'attività produttiva e sugli scambi tanto negli Stati Uniti che negli altri paesi. In verità le regole del gioco proprie del tipo oro-dollaro, al pari di quelle del tipo aureo, esplicano un'azione che condiziona lo svolgimento della produzione e degli scambi. La differenza fra

l'uno e l'altro tipo è soltanto accidentale: nell'uno, il punto di partenza dell'azione limitativa si localizza nell'economia americana, nell'altro, nella generalità dei paesi; in realtà la responsabilità è nel legame diretto o indiretto all'oro.

Di fatto gli Stati Uniti, per sfuggire alle costrizioni del tipo oro-dollaro che si facevano avvertire negli anni 1958 e 1959, non esitarono ad adottare politiche espansive dell'attività produttiva interna, noncuranti del forte disavanzo globale che negli stessi anni veniva registrato dalla bilancia dei pagamenti del paese. Nella politica economica americana assunsero quindi carattere prioritario finalità di occupazione e di reddito rispetto a quelle della bilancia dei pagamenti e soprattutto a quelle previste per il corretto funzionamento del tipo oro-dollaro.

Il problema della creazione di liquidità internazionale non era più posto e risolto in termini di domanda esterna, bensì in termini di offerta interna, essendo diventata acuta l'esigenza della copertura del disavanzo effettivo della bilancia dei pagamenti americana.

In verità il processo di aggiustamento dei conti con l'estero pur essendo secondario non era pretermesso dalle autorità americane in quanto si mirava a contenere il disavanzo attraverso l'incremento delle esportazioni, la riduzione delle spese governative all'estero, le restrizioni alle esportazioni di capitali e il raggiungimento di intese per la riscossione anticipata di crediti accordati agli altri paesi. Di fatto, dopo la punta di disavanzo di liquidità registrata nel 1960 (3,9 miliardi calcolati secondo il criterio della liquidità e coperti per 1,7 miliardi mediante cessioni di oro), la situazione andò migliorando, tanto che nel 1965 e nel 1966 il disavanzo medio annuale scendeva a 1,3 miliardi, ossia a un terzo di quello registrato nel triennio 1958-60. Ma ormai la fiducia nel dollaro era scossa e dava origine a un crescente tesoreggiamento di oro da parte dei privati, mentre le autorità ufficiali dei vari paesi continuavano ad effettuare conversioni di dollari in oro e a cercare di contenere l'incremento dei saldi in dollari mediante la concessione di finanziamenti stilati nella propria valuta di paese creditore.

Queste tendenze, sempre vive anche negli anni di miglioramento (1961-66) della bilancia dei pagamenti americana, si accentuavano a partire dal 1967 quando la situazione dei conti con l'estero ritornava a regredire sia per l'accelerata espansione dell'economia interna sia per le accresciute spese della guerra nel Vietnam. Pertanto nel periodo che corre dal 1958 al 1968, gli Stati Uniti hanno dovuto subire un

deflusso di oro per 9,7 miliardi di dollari, fare ricorso al prelievo di 0,8 miliardi sulla quota in oro versata presso il Fondo Monetario Internazionale, procurarsi finanziamenti di carattere speciale per circa 2,7 miliardi di dollari, mentre si accrescevano le loro passività a breve in dollari per circa 7,9 miliardi.

Il sensibile peggioramento nel funzionamento del tipo oro-dollaro trova riflesso nell'accentuata preferenza a detenere oro anziché dollari nelle riserve ufficiali, nonché nella scelta che i paesi creditori hanno fatto della propria moneta anziché del dollaro per esprimere le passività che gli Stati Uniti assumevano nei loro confronti.

Il rapporto fra riserve auree degli Stati Uniti e riserve in dollari delle autorità monetarie degli altri paesi peggiorava così ulteriormente passando da 2,50 volte nel 1957 a 0,62 volte nel 1968.

Il raffronto fra il periodo 1950-57 e quello successivo 1958-68 pone a sua volta in evidenza che mentre nel primo periodo si era registrata una sostanziale stabilità delle riserve auree americane, per cui l'incremento delle riserve in dollari rappresentava un effettivo incremento della liquidità internazionale, nel secondo periodo l'aumento in valore assoluto delle disponibilità ufficiali in dollari degli altri paesi è risultato grosso modo corrispondente alla riduzione delle riserve auree degli Stati Uniti, cosicché è da ritenere che la creazione di liquidità derivante dal disavanzo della bilancia dei pagamenti americana sia risultata eccedente rispetto al fabbisogno del mercato internazionale di un importo pari a quello corrispondente alla riduzione delle riserve auree degli Stati Uniti.

La diminuita preferenza per il dollaro rispetto all'oro ha trovato anche riflesso nella domanda speculativa di oro da parte dei privati, che si triplicava fra il 1966 e il 1967 salendo a circa 2,2 miliardi di dollari. La corsa all'oro continuava dopo la svalutazione della sterlina (del 14,3% rispetto al dollaro) nel novembre 1967, fino a raggiungere il parossismo nel marzo '68. Le vendite del pool dell'oro (2), che nel

(2) Il pool, costituito tra le banche centrali dei principali paesi con accordi intervenuti a Basilea nel 1961 e nel 1962, aveva una duplice funzione: da un lato impedire, mediante cessioni di metallo che la quotazione superasse determinati scarti rispetto al prezzo ufficiale di 35 dollari l'oncia; dall'altro, effettuare acquisti quando a quel prezzo l'offerta risultasse superiore alla domanda. Le quote di ripartizione degli interventi del pool nel mercato londinese erano state così fissate: Stati Uniti 50 per cento; Germania 11,12 per cento; Francia, Gran Bretagna e Italia 9,26 per cento; Belgio, Olanda e Svizzera 3,70 per cento.

Nel biennio 1963-1964 il pool distribuiti alle banche centrali aderenti quantitativi di oro per un ammontare complessivo di 6,3 miliardi di dollari; nel 1965 saldò pressoché alla pari

primo bimestre 1968 erano ammontate a 243 milioni di dollari, si elevarono nei primi 14 giorni di marzo a 1.273 milioni. Si rese perciò indispensabile sospendere le operazioni sul mercato di Londra e deliberare la convocazione a Washington di una riunione straordinaria dei governatori delle banche centrali dei paesi partecipanti al pool. Contemporaneamente fu annunciata da parte degli Stati Uniti l'approvazione del provvedimento di abolizione della copertura aurea della circolazione che rendeva disponibile per la difesa esterna del dollaro la totalità delle riserve auree americane.

L'accordo raggiunto il 17 marzo istituì il sistema a due settori (two-tier system) dell'oro, ossia la separazione tra il settore monetario, dove il metallo continua ad essere scambiato a 35 dollari l'oncia, e quello mercantile, dove il prezzo viene determinato dal gioco della domanda e dell'offerta.

Le riserve ufficiali di oro devono essere usate soltanto per i trasferimenti fra le autorità monetarie: per contro si è fatta espressa rinuncia da parte di queste ultime agli acquisti di oro sul mercato, in quanto si è ritenuto che i fabbisogni di liquidità potessero venire soddisfatti con i diritti speciali di prelievo (DSP) (Special Drawing Rights), da creare sollecitamente in conformità alle delibere di massima approvate dal Fondo Monetario nel corso dell'assemblea annuale di Rio de Janeiro del settembre 1967.

L'adesione dei governatori del Fondo alle proposte modificazioni statutarie relative ai DSP si perfezionava così già nel maggio 1968 con una maggioranza largamente superiore a quella prescritta del 75 per cento; l'emendamento relativo entrava in vigore nell'agosto 1969, avendo ottenuto la ratifica parlamentare da parte dei tre quinti dei paesi membri del Fondo detentori di almeno i quattro quinti dell'ammontare totale delle quote di sottoscrizione e avendo 50 membri titolari nel complesso del 75 per cento dei voti depositato i relativi strumenti di ratifica. I diritti di prelievo, ora previsti nello Statuto del Fondo Monetario (dall'art. 21 all'art. 32), costituiscono facilitazioni

le operazioni di acquisto e vendita, mentre nel 1966 e nel 1967 cedette al mercato quantitativi di metallo il cui valore ascese rispettivamente a 0,3 e 1,9 miliardi di dollari.

Nel febbraio 1968 ebbe inizio un movimento speculativo decisivo per le sorti del pool, essendosi diffusa l'attesa di un imminente embargo sul metallo da parte delle autorità americane. Un comunicato, emesso al termine di una riunione dei governatori delle banche centrali il 9 marzo a Basilea, che riconfermava la determinazione dei paesi partecipanti, ridottisi a sette dopo il ritiro della Francia (la cui quota fu assunta dagli Stati Uniti) di continuare a sostenere il pool sulla base del prezzo di 35 dollari l'oncia, non ebbe efficacia distensiva sulla crescente domanda di oro.

di credito, espresse in unità di conto aventi un contenuto aureo (gr. 0,888671) pari a quello del dollaro, registrate in un conto speciale aperto presso il Fondo a nome dei partecipanti al sistema, da utilizzare in modo automatico, cioè senza vincoli esterni inerenti alla condotta della politica economica, ma normalmente soltanto per far fronte a un emergente fabbisogno della bilancia dei pagamenti.

La categoria delle riserve utilizzabili incondizionatamente e non soggette a obblighi di ricostituzione (oro monetario, valute convertibili, posizione di riserva sul Fondo Monetario) e quella delle riserve utilizzabili condizionatamente e soggette a obblighi di ricostituzione (quota di credito sul Fondo Monetario, accordi reciproci di credito fra banche centrali), sono state così integrate con una terza categoria di riserve utilizzabili in modo automatico e non soggette che a limitati obblighi di ricostituzione (DSP).

Le decisioni di creare DSP o di cancellarli vengono di regola prese per periodi quinquennali, mentre le distribuzioni ai partecipanti sono effettuate annualmente. Tali decisioni, per quanto concerne sia il momento sia l'ammontare devono essere adottate dal Consiglio dei governatori del Fondo, con una maggioranza non inferiore all'85 per cento dei voti dei paesi partecipanti (con l'intesa che il paese che vota contro o si astiene, si riserva il diritto di non partecipare alla distribuzione nel periodo in questione), su proposta del direttore del Fondo sentiti i direttori esecutivi e dopo aver consultato i paesi partecipanti.

Alla base di ogni decisione deve esservi il riconoscimento che esiste un fabbisogno globale di riserve a lungo termine, che la creazione dei nuovi strumenti di riserva facilita il perseguimento degli scopi del Fondo e che la quantità aggiuntiva di riserve che si intende creare sia sufficiente ad evitare un ristagno economico, ma sia pur sempre contenuta entro limiti tali da non provocare una inflazione su scala mondiale.

L'assegnazione dei diritti di prelievo ai partecipanti è stata effettuata in proporzione alle rispettive quote di sottoscrizione al Fondo. Ogni partecipante ha l'obbligo di accettare DSP in contropartita delle vendite di valuta, cioè di concedere credito agli altri partecipanti, fino ad un ammontare doppio delle assegnazioni cumulative nette. I trasferimenti di DSP sono generalmente guidati dal Fondo il quale designa il conto da accreditare in contropartita dell'addebitamento del conto del paese che ne fa richiesta (la transazione essendo poi regolata dalla cessione di valuta dal trassato al traente). Il Fondo indirizza

i DSP verso paesi in forte posizione di bilancia dei pagamenti e di riserve, in maniera da inserire armonicamente i nuovi strumenti nelle loro riserve totali. I trasferimenti non guidati sono principalmente rivolti a facilitare la ricostituzione dei diritti di prelievo utilizzati, nonché a riacquistare saldi in valuta del paese traente detenuti da altri partecipanti.

Nello stesso tempo il Fondo ha proceduto, d'accordo con i paesi interessati, a stabilire quali valute siano convertibili di fatto ai fini delle operazioni in DSP, in base all'art. XXXII sez. b dello Statuto del Fondo. Questo articolo distingue due tipi di convertibilità di fatto, designate ufficialmente come B<sub>1</sub> e B<sub>2</sub> in relazione ai corrispondenti paragrafi dell'articolo stesso. In base al primo, è valuta convertibile di fatto o valuta interconvertibile quella che, ottenuta da un paese a seguito di una operazione in DSP e presentata per la conversione al paese cedente, dà diritto al paese presentatore di ottenere qualsiasi valuta interconvertibile; in base al secondo, è valuta convertibile di fatto quella che, ottenuta a seguito di una operazione in DSP e presentata per la conversione al paese cedente, dà diritto al paese presentatore di ottenere una o più valute interconvertibili a scelta del cedente stesso. Attualmente rientrano nel primo tipo il dollaro, la sterlina e il franco francese, nel secondo la lira italiana, il marco tedesco, il franco belga e il peso messicano.

Secondo le regole stabilite per il primo periodo di attivazione gli utilizzi netti dei DSP non possono superare nella media degli averi giornalieri di DSP calcolata sullo stesso periodo, più del 70 per cento dell'ammontare totale dei DSP distribuiti. Essi non possono essere destinati ad acquisti di oro e sono gravati da un moderato interesse.

Nell'ultima riunione del FMI, a Washington, è stata approvata la proposta del direttore generale del Fondo di creare per i prossimi tre anni diritti speciali di prelievo per un importo pari a 9,5 miliardi di dollari, di cui 3,5 nel primo anno (1970) e 3 nei due successivi. L'assegnazione all'Italia è così risultata pari a 105 milioni di dollari per il 1970 (2,99 per cento, in base alla vecchia quota di 625 milioni rispetto ad un totale di 20.870 milioni delle quote dei paesi partecipanti al sistema) e dovrebbe essere pari a 103,5 milioni per ciascuno dei due anni successivi (3,45 per cento in base alla nuova quota di 1.000 milioni rispetto ad un previsto totale di 28.927 milioni calcolato supponendo che tutti gli attuali paesi membri del Fondo aderiscano al sistema).

## 2. Conseguenze economiche della creazione dei DSP nel quadro del sistema a due settori dell'oro.

L'introduzione dei DSP ha mirato non solo ad arricchire la varietà e ad aumentare il volume degli strumenti di liquidità internazionale, ma anche a modificare la struttura portante del sistema la quale per l'avvenire sarà collegata non più ad una moneta merce ma ad una moneta legale creata in virtù di accordi internazionali. Quando la base del sistema è rappresentata dall'oro, ossia da uno strumento che è ad un tempo unità di misura dei valori e merce, il parametro di riferimento dei prezzi espresso in termini di peso aureo, non può essere come tale una unità di misura stabile, ma mutevole nel tempo in funzione della domanda e dell'offerta specifica dell'oro stesso, tendenzialmente l'una in espansione, l'altra in flessione.

Di fatto il prezzo dell'oro espresso in dollari è risultato stabile dal gennaio 1934, grazie alla collaterale creazione di una piramide di liquidità internazionale, costituita inizialmente da dollari e sterline, cui si sono in seguito aggiunte le posizioni di riserva e le quote di credito sul Fondo Monetario, i crediti reciproci fra banche centrali, ed ora i DSP, così da dare origine a un tipo monetario basato su riserve multiformi.

Il quantitativo di oro affluito alle riserve monetarie non è stato quindi sufficiente ad alimentare il volume globale di liquidità occorrente al crescente sviluppo delle transazioni con l'estero per partite correnti e per movimento di capitali. La creazione di liquidità internazionale non è però solo servita alla condotta delle operazioni con l'estero, essendo stazionari i prezzi americani, ma anche a coprire le maggiori esigenze connesse con la pressione inflatoria dei prezzi stessi rispetto all'estero e i conseguenti movimenti speculativi di capitali. La domanda di liquidità, in altre parole, non è nata soltanto da motivi reali di transazione, ma anche da motivi monetari e pertanto, sotto questo profilo, è risultata maggiore rispetto a quello che sarebbe stato il fabbisogno in condizione di stabilità di prezzi.

La recente esperienza non consente perciò di trarre conclusioni precise circa l'incidenza del tipo monetario, sull'andamento delle transazioni con l'estero. Sembra peraltro lecito rilevare, per quanto la logica può soccorrere nell'estrapolazione dell'esperienza storica, che il tipo oro-dollaro avrebbe potuto effettivamente condurre a una scarsità di strumenti di riserva rispetto al crescente volume delle operazioni

con l'estero, e quindi influire negativamente sullo sviluppo mondiale del reddito. In particolare gli Stati Uniti, per conservare integro lo status del dollaro rispetto all'oro avrebbero dovuto mantenere relativamente scarsa l'offerta di dollari comprimendola, mediante il rialzo del tasso del mercato monetario interno ogni volta che il rapporto fra l'oro a riserva negli Stati Uniti e le attività liquide in dollari detenute dall'estero avesse raggiunto un livello critico tale da provocare un deprezzamento del dollaro rispetto all'oro, con conseguente accresciuta domanda di conversione di dollari in oro.

Circa il volume di riserve multiformi esistente nel marzo 1968 sembra tuttavia di poter osservare che non sussistevano gli estremi di una situazione di scarsità negli strumenti di liquidità, tanto più se si considera che era pur sempre possibile elevare gradualmente le riserve del Fondo nella forma condizionata. In verità la creazione di DSP è stata necessaria non tanto per coprire un fabbisogno di liquidità quanto per svolgere una funzione sostitutiva nei confronti di alcune forme di riserva e in particolare dell'oro.

Gli accordi di Washington sull'oro hanno consentito di raggiungere di colpo due importanti obiettivi: evitare la rivalutazione dell'oro e creare le premesse per una sua eventuale demonetizzazione. Sono questi obiettivi validi ai fini di una crescente integrazione dei mercati nazionali? Anche in questo caso, come sempre nelle vicende storiche, occorre riferirsi a soluzioni di compromesso, che necessariamente presentano accanto a lati positivi, lati negativi e incerti.

Non è da considerare come fattore positivo determinante, in favore dell'adozione delle misure anzidette, il fatto che si è così condotta una vittoriosa battaglia contro la speculazione posta in essere con acquisti di oro in previsione di una sua rivalutazione e neppure che si sono così evitati profitti di emergenza discriminati fra i vari paesi a seconda del volume di riserve detenute.

Un elemento decisivo per la scelta compiuta è stato piuttosto l'esigenza di eliminare una costante incertezza sull'andamento del prezzo dell'oro, finora non dominata dalle istituzioni internazionali.

Ma era proprio necessaria la istituzione dei DSP e di un sistema a due settori dell'oro per raggiungere l'obiettivo della creazione di uno stabile parametro per i valori scambiati tra i vari paesi? A rigor di logica non sembra, ma in linea di fatto forse sì; in ogni caso l'attuazione ne è agevolata. Si può invero ritenere vitale un sistema a base aurea, ma soltanto alla duplice condizione: *a)* che sussista un prezzo unico per l'oro del settore monetario e per quello del settore

mercantile; *b)* che abbia luogo una integrazione di liquidità internazionale conforme al crescente volume delle operazioni con l'estero.

Il soddisfacimento delle predette condizioni avrebbe richiesto, da un lato, che si procedesse, nel marzo 1968, alla rivalutazione dell'oro, dall'altro, che si fosse disposti ad accogliere un graduale aumento delle riserve del Fondo Monetario di tipo condizionato. Quest'ultimo indirizzo avrebbe di fatto comportato l'adozione di politiche di aggiustamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti più rapide di quelle che consente il sistema basato sui DSP spendibili in modo automatico.

Per quanto riguarda la funzione sostitutiva dell'oro da parte dei DSP, è da osservare che nella misura in cui l'emissione di DSP contrae la domanda di oro monetario, concorre da un lato ad abbassare il costo per la creazione della liquidità internazionale, dall'altro a ridurre il prezzo del metallo nel settore mercantile. La convenzione di Washington pertanto non soltanto ha mirato a eliminare le esistenti incertezze sul parametro monetario a base aurea, ma anche ad annullare i costi di creazione della liquidità internazionale. Inoltre è da ritenere probabile che nel periodo d'introduzione dei DSP permanga una relativa eccedenza di offerta di oro di nuova produzione, a causa della diminuita domanda per scopi monetari. Questa evenienza, associata ad un eventuale detesoreggiamento dell'oro da parte dei privati, dovuto sia all'alto livello raggiunto dai tassi d'interesse sul mercato internazionale sia alle prospettive di andamento calante del prezzo di mercato dell'oro, potrebbe dare origine, ove questo prezzo mostrasse tendenza a scendere sotto il livello attuale di 35 dollari l'oncia, a nuovi gravi problemi per i paesi detentori di riserve auree.

Le prospettive sull'andamento del prezzo dell'oro sono incerte non solo per l'intervento di numerosi elementi di fatto di difficile valutazione, ma anche per le contrastanti interpretazioni delle disposizioni dello Statuto del Fondo Monetario che regolano le operazioni di acquisto e vendita di oro con i paesi membri. Le disposizioni in materia sono numerose, ma sono soprattutto importanti quelle contenute nell'art. V, sez. 2, sez. 3, sez. 6 *a)* e *b)*, sez. 7 *a)*.

Secondo una prima interpretazione, l'art. V, sez. 6 *a)* impone l'obbligo al paese membro di vendere oro al Fondo, sempre che non trovi un'altra via più vantaggiosa, mentre il Fondo ha l'opzione di accogliere o meno detta offerta.

In base ad una seconda interpretazione, che collega e concilia il contenuto di tutte le fonti normative citate, il Fondo è tenuto ad

acquistare l'oro monetario del paese membro che ne faccia richiesta senza limitazione di importo al prezzo di 35 dollari l'oncia.

Le due differenti interpretazioni vanno collegate sia con la nuova struttura a due settori, monetario e mercantile, dell'oro, sia con la creazione dei DSP.

Nel caso in cui si ritenga valida la prima interpretazione, ossia che il Fondo abbia un'opzione e non un obbligo di acquisto dell'oro offerto dal paese membro, la situazione del mercato dell'oro tende a diventare più incerta e a destare maggiori preoccupazioni nei paesi detentori di riserve auree, ove il prezzo mostri tendenza a scendere sotto il livello di parità. Se invece si accoglie la seconda interpretazione, e cioè si ritiene che il Fondo ha l'obbligo di acquistare l'oro offerto dal paese membro, si mantiene la stabilità del prezzo dell'oro monetario al livello di 35 dollari l'oncia, con conseguente accentrimento dell'oro presso il Fondo, anche quando l'offerta di oro derivante da nuova produzione e da detesoreggiamento sia maggiore della domanda per fabbisogno industriale e per tesoreggiamento.

Circa l'oro di nuova produzione è stato concluso a fine 1969 un accordo fra il Fondo Monetario e il Sud Africa, in base al quale, come regola generale, questo paese deve vendere l'oro di nuova produzione sul mercato libero, ma ha la facoltà di destinare la quota, eccedente le esigenze di pagamenti correnti con l'estero, ad incremento delle riserve ufficiali. Il Fondo dal canto suo si è dichiarato disposto a fare acquisti di oro dal Sud Africa a 35 dollari l'oncia quando il prezzo del metallo sul mercato non sia superiore a detto prezzo e la richiesta sia fatta per esigenze di equilibrio della bilancia dei pagamenti. È inoltre previsto l'acquisto, sempre e soltanto da parte del Fondo, delle scorte detenute dal Sud Africa al momento dell'accordo di Washington del marzo 1968 fino ad un ammontare di 35 milioni di dollari per trimestre, nonché dell'oro monetario del Sud Africa, quando le necessità di divisa estera di questo paese non siano soddisfatte con le vendite di oro di nuova produzione. Infine è previsto che qualora il Sud Africa sia designato dal Fondo a fornire valute contro DSP a un altro paese possa vendere oro al Fondo per ottenere tali valute.

Da quanto precede sembra lecito inferire che l'accordo sostanzialmente ha lo scopo di impedire che il prezzo sul mercato libero cada sotto il livello di 35 dollari l'oncia e, conseguentemente, di consentire che l'oro di nuova produzione continui ad alimentare la liqui-

dità internazionale, accentrandosi presso il Fondo, quando il suo prezzo sul mercato libero non superi detto livello.

Il sistema creativo di riserve introdotto con i DSP è un sistema vitale?

Finora si è esaminata la logica di funzionamento del sistema nel breve periodo. Se ora si considerano i problemi che sorgono con la graduale espansione di questa forma di liquidità, viene fatto di osservare che sussiste una differenza qualitativa fra l'oro e il DSP, il primo essendo una merce, il secondo un titolo di credito. Orbene l'incremento dell'oro nelle riserve viene generalmente considerato come una contropartita che assolve in modo definitivo e reale il credito nascente dalla cessione di un bene o di un servizio, o meglio è lo strumento rappresentativo di un baratto indiretto e pertanto una riserva di valore in senso pieno. In una situazione siffatta il paese che assorbe oro monetario non è stimolato a comportarsi come paese creditore e pertanto può accumulare oro, senza modificarne l'apprezzamento, essendo il valore intrinseco alla merce oro stessa e realizzabile in ogni istante in termini di baratto.

Diversa è invece la situazione del paese che accumula DSP. In questo caso non si effettuano più operazioni rappresentative di baratti indiretti con una merce intermediaria accettata dalla generalità, bensì operazioni mediante strumenti rappresentativi di moneta fiduciaria.

Ora se si considera che le riserve sull'estero di un paese vengono accantonate non soltanto come strumenti di liquidità, ma anche per accrescere l'autonomia nella condotta della politica economica interna e quindi per attenuare il rigore del processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti, si può osservare che esse tendono ad avere la caratteristica non solo di risparmi monetari ma anche di investimenti, ossia di fondi destinati in modo specifico al conseguimento di un fine. Da questo carattere funzionale delle riserve associato a quello di moneta-merce dell'oro si deduce che le riserve auree svolgono più adeguatamente la funzione di risparmi-investimenti delle riserve in DSP, che rappresentano piuttosto risparmi monetari. Ne consegue che, mentre l'aumento di riserve auree non è soggetto ad alcun intrinseco deprezzamento, l'aumento di DSP potrebbe associarsi ad una crescente incertezza circa il loro utilizzo finale. Mentre nelle riserve auree si ha un'attività reale e finanziaria insieme conglobata, nelle riserve in DSP si ha soltanto un'attività finanziaria.

Il nuovo tipo monetario DSP-dollaro si può pertanto considerare vitale, ma basato su leggi fisiologiche diverse da quelle del tipo oro-dollaro. Quanto alla parità aurea dei DSP è da ritenere che sia mantenuta nel breve periodo, mentre si potrebbe anche ipotizzare, in prospettiva di lungo periodo, l'abbandono di tale parità per stabilire il collegamento con un parametro, in forma di numero indice, che rifletta in modo più rappresentativo il potere di acquisto internazionale dei DSP. Ma questa ipotesi è realistica solo se si ritiene che anche il dollaro, come collaterale valuta di riserva utilizzata per scopi di intervento operativo, presenti un'analoga evoluzione.

La dimensione dominante dell'economia americana e l'utilizzo del dollaro come valuta di riserva accanto ai DSP sembrano escludere un mutevole rapporto di valore fra i DSP e i dollari. Il legame fra l'uno e l'altro parametro monetario dovrebbe aver luogo, ove si persegua una pura collaborazione internazionale, mediante aggiustamenti della bilancia dei pagamenti americana incentrati sulla domanda e offerta interna e quindi basati prevalentemente sugli strumenti fiscali. Nel contempo la creazione di DSP dovrebbe mirare ad alimentare una elevata corrente di scambi internazionali in regime di potere d'acquisto stabile. Un siffatto indirizzo consentirebbe di realizzare un tipo monetario basato sui DSP, mentre il dollaro svolgerebbe una funzione di riserva integrativa, come valuta di intervento operativo, subordinata ai DSP stessi. La modesta rilevanza che assumono nel quadro del reddito degli Stati Uniti i rapporti con l'estero inducono peraltro ad escludere che la politica economica sopra delineata venga di fatto seguita, e fanno ritenere più probabile che gli Stati Uniti, nell'intento di mantenere stabile il legame fra il potere d'acquisto dei DSP e del dollaro, non rinuncino a ricorrere a strumenti di equilibrio della bilancia dei pagamenti americana basati sulle variazioni dei tassi di interesse, il che può alterare la natura del tipo monetario operante, non più basato sui DSP ma sul dollaro.

Nel quadro delle illazioni ora esposte, sembra da escludere che il volume dei DSP emessi possa essere collegato nel lungo termine ad un parametro, in forma di numero indice; è più verosimile che detto volume continui ad essere riferito e condizionato alla parità aurea iniziale uguale a quella del dollaro. Questa forma di collegamento offrirebbe d'altra parte il vantaggio di mantenere inalterati i legami finanziari con i paesi che non hanno aderito alla convenzione di Washington e al regime dei DSP.

L'introduzione dei DSP in sostanza dovrebbe condurre ad una graduale demonetizzazione dell'oro (3), alla trasformazione del tipo oro-dollaro nel tipo dollaro e a un potenziale ampliamento della liquidità internazionale ma anche ad un più generalizzato processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti dei vari paesi, da realizzare facendo eventualmente ricorso, come si esporrà in seguito, alle parità mobili di cambio.

La tendenza alla demonetizzazione dell'oro risulta peraltro attenuata dall'accordo di fine dicembre 1969 fra il Fondo Monetario e il Sud Africa che apre la possibilità, in date circostanze, all'oro di nuova produzione di inserirsi nel settore monetario. In questo assetto i DSP continuano a coprire il fabbisogno di liquidità internazionale nella misura in cui il prezzo dell'oro sul mercato tende a superare il livello di parità; ossia l'oro continua a svolgere funzioni monetarie quando il prezzo di mercato corrisponde a quello di 35 dollari l'oncia.

Le prospettive ora delineate in materia di liquidità internazionale tengono conto della realtà di fatto oggi esistente e della posizione dominante del dollaro nella struttura economico-finanziaria mondiale. Dato questo assetto si ritiene probabile l'avvio verso un regime monetario di tipo dollaro, nel quale i DSP svolgeranno la funzione di strumenti integratori della liquidità internazionale subordinati al dollaro stesso.

Questa estrapolazione non pretende di cogliere tutti gli aspetti di una futura realtà, sulla quale non mancheranno di influire nuovi fatti istituzionali. Proposte di soluzioni intese a modificare l'assetto istituzionale esistente sono state recentemente formulate. Esse prevedono la creazione di un sistema di cambi flessibili fra due grandi aree monetarie: Stati Uniti ed Europa (4). L'opportunità di adottare un sistema di tassi di cambio flessibili fra queste due aree potrebbe discendere dall'impossibilità per gli Stati Uniti di acquisire in futuro, sulla base dell'attuale parità del dollaro, eccedenze attive nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti di un ordine di grandezza corrispondente al volume dei trasferimenti unilaterali e delle espor-

(3) ALEXANDRE LAMFALUSSY, WILFRIED BAUMGARTNER, GUIDO CARLI and L.K. JHA, *The Role of Monetary Gold over the Next Ten Years*. The Per Jacobsson Foundation, settembre 1969.

(4) GUIDO CARLI, *Problemi dell'adesione della Gran Bretagna al mercato comune relativamente alle questioni monetarie*, Comitato d'azione per gli Stati Uniti d'Europa, 15<sup>a</sup> Sezione, Bruxelles, luglio 1969.



tazioni di capitali verso il resto del mondo. Questa soluzione sostanzialmente mira alla creazione di un'area europea capace di competere in termini di forza contrattuale con quella americana.

### 3. I movimenti speculativi di capitali e il meccanismo dei cambi con l'estero.

La liberalizzazione dei movimenti di capitali di diritto o di fatto oggi esistente, associata a una forte espansione delle attività liquide (moneta e quasi moneta) detenute dai privati e a una crescente ampiezza del mercato delle eurovalute, ha elevato grandemente le possibilità di squilibrio della bilancia dei pagamenti di un paese e per conseguenza ha dato origine a un fabbisogno di riserve sull'estero, permanendo un sistema di cambi fissi, sensibilmente più elevato. Nello stesso senso è venuta anche ad operare, su scala crescente, la creazione di società transnazionali, che effettuano larghi trasferimenti di fondi, attraverso il gioco degli autofinanziamenti e lo sfasamento tra scambi di merci e relativi regolamenti. Tutti questi eventi sono gravidi di conseguenze sia sulla struttura e sulla regolamentazione degli scambi internazionali, sia sulla politica fiscale dei singoli paesi in materia di redditi da capitali. I problemi di variazione dei tassi di cambio devono pertanto essere visti in funzione dell'incidenza dei movimenti di capitali non solo normali ma anche anormali, mentre le autorità fiscali nazionali sono costrette a rinunciare a politiche autonome di imposizione sui redditi da capitale.

L'accoglimento della liberalizzazione dei movimenti di capitali entra nel quadro delle scelte di politica economica valide non in senso assoluto ma relativo, tenuto conto di un determinato assetto storico, e quindi aventi sempre una immanente caratteristica di imperfezione per chi giudica le cose sotto un profilo astratto. Non si può negare che la liberalizzazione dei movimenti di capitali può incidere negativamente sulla realizzazione degli obiettivi di politica economica interna dei singoli paesi, ma si deve anche porre in rilievo che le esigenze derivanti dall'integrazione economica internazionale, non consentono una efficace attuazione di misure selettive nel quadro dei movimenti di capitali se non a costo di incrinare l'integrazione stessa e di determinare tendenze involutive rese evidenti dall'adozione di crescenti controlli amministrativi sulle operazioni con l'estero dei singoli paesi.

Se pertanto la liberalizzazione dei movimenti di capitali rappresenta la scelta finale e conclusiva di politica economica di un paese — sia pure inserendo marginali forme di restrizione ove risulti più patente il contrasto con gli indirizzi e gli strumenti adottati per l'attuazione della politica economica nazionale e sempre che sia possibile realizzare un efficace controllo senza provocare distorsioni in altri settori dei rapporti con l'estero di un paese e soprattutto senza ingenerare tendenze involutive nella regolamentazione delle operazioni internazionali — ne consegue che il meccanismo dei cambi con l'estero deve assumere una fisionomia idonea a sostenere il peso di tutte le transazioni che derivano dalla liberalizzazione stessa; non solo, ma anche a conciliare le esigenze di equilibrio della bilancia dei pagamenti con le finalità di piena occupazione e di rapido sviluppo del reddito nazionale che hanno assunto carattere prioritario nell'odierno quadro di azione economica dei singoli paesi.

Questa constatazione porta a rilevare che si è venuta modificando nel tempo la struttura delle operazioni con l'estero prevista dai fondatori del Fondo Monetario e soprattutto che l'ammessa variazione della parità di cambio di un paese per il verificarsi di uno squilibrio fondamentale nella bilancia dei pagamenti si armonizzava con un sistema che aveva sostanzialmente alla sua base un regime di controllo dei movimenti di capitali e che comunque di certo non poteva scontare transazioni per movimenti di capitali dell'entità e della qualità che oggi si ha modo di rilevare. La finalità della piena occupazione perseguita dalla generalità dei paesi ha concorso a creare un clima di comportamento da parte degli operatori economici che tende a dare minor peso di credibilità agli sforzi e alle misure di carattere interno delle autorità economiche dei singoli paesi volti ad eliminare gli squilibri di bilancia dei pagamenti e ad essere piuttosto proclive a ritenere che in ultima istanza la correzione avrà luogo attraverso la variazione della parità.

Questo atteggiamento dei privati è ben diverso da quello che si manifestava in regime di tipo aureo e anche di cambio aureo, quando meno evidenti erano le finalità di piena occupazione e quando maggiore era l'elasticità dei prezzi e dei salari, perché allora si considerava normale lo sforzo di aggiustamento attraverso la variazione della domanda e dei prezzi interni.

Neppure appare decisamente convincente della precisa intenzione e della possibilità da parte delle autorità monetarie di un paese di non modificare il tasso di cambio in presenza di uno squilibrio della

bilancia dei pagamenti, la conclusione, anche per larghi importi, di accordi di credito reciproco fra banche centrali. Gli squilibri di bilancia dei pagamenti tendono ora rapidamente a raggiungere una dimensione critica, così da perdere il carattere di reversibilità per assumere una forma esplosiva dovuta all'immediato intervento dei movimenti di capitali speculativi. Nella situazione attuale gli squilibri possono diventare fondamentali anche senza essere necessariamente caratterizzati dal volume e dalla durata dello squilibrio.

I rilievi ora esposti inducono a riconsiderare lo schema previsto dal Fondo Monetario in materia di regolamentazione dei cambi con l'estero e il meccanismo, finora seguito, di aggiustamento degli squilibri della bilancia dei pagamenti, anche se è indiscutibile che il sistema della parità fissa di cambio è il più idoneo ad assicurare lo sviluppo delle operazioni con l'estero in regime di relativa stabilità del rapporto fra i livelli di prezzo dei vari paesi.

Se è vero che la liberalizzazione dei movimenti di capitali è un indirizzo di politica economica oggi accolto in sede internazionale, anche perché imposto da un complesso di eventi verificatisi negli anni più recenti, e se è vero che i movimenti di capitali tendono ad assumere facilmente una dimensione critica e quindi a possedere una forza di rottura tale da rendere irreversibile il processo di formazione dello squilibrio dei pagamenti con l'estero di un paese, ne derivano le seguenti conseguenze fondamentali.

Anzitutto, il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti deve assumere carattere prioritario nella politica delle autorità monetarie e fiscali a prescindere da qualsiasi considerazione di entità e durata dello squilibrio. Sotto questo profilo l'allargamento dei margini attuali di oscillazione intorno alla parità non sembra necessario né opportuno o quanto meno dovrebbe essere molto limitato (così da portare il margine al 2 per cento come massimo), sia perché la possibile variazione dei cambi nei limiti ora indicati è già sufficiente ad appurare l'esistenza di uno squilibrio di bilancia dei pagamenti, sia perché potrebbe ritardare l'attuazione di adeguate misure correttive.

In secondo luogo, i movimenti di capitali speculativi volti a trarre profitto dall'esistente situazione di squilibrio dei pagamenti con l'estero di un paese vanno assorbiti sia in termini di variazione di cambio sia in termini di variazione dei tassi d'interesse. Al riguardo potrebbe essere opportuno adottare, con intese di carattere internazionale in sede di Fondo Monetario, misure destinate a correggere gli squilibri di bilancia dei pagamenti e ad annullare la convenienza

a effettuare movimenti speculativi di capitali. Si potrebbe così concordare di operare sia sul livello di cambio sia sul tasso d'interesse interno. Ci si riferisce, in pratica, come si chiarirà fra poco, all'ipotesi in cui siano raggiunti i normali limiti di oscillazione intorno alla parità di cambio di una moneta o sia registrata una determinata variazione nel saldo globale di bilancia dei pagamenti di un paese o, ancora, in cui si abbia una data combinazione dei due predetti eventi; si suppone inoltre che le circostanze che hanno determinato il verificarsi dell'ipotesi e che, quindi, la conseguente situazione si protragga per un certo periodo di tempo. In tal caso, le autorità economiche dei singoli paesi aderenti all'accordo potrebbero impegnarsi da un lato a modificare la parità portandola sul limite superiore o inferiore a seconda dello squilibrio negativo o positivo registrato nella bilancia dei pagamenti, dall'altro a modificare il livello interno dei tassi d'interesse, rispettivamente verso l'alto o verso il basso in misura proporzionale al possibile nuovo deprezzamento o apprezzamento della moneta, conseguente alla variazione della parità. Le variazioni di cambio e di tasso d'interesse opererebbero congiuntamente nella direzione voluta per la correzione dello squilibrio della bilancia dei pagamenti mentre i movimenti di capitali speculativi non avrebbero convenienza a sorgere. Tasso di cambio e tasso di interesse opererebbero necessariamente ai fini dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti, mentre la politica fiscale svolgerebbe un ruolo sussidiario, a discrezione delle autorità economiche, per integrare o attenuare l'azione degli strumenti monetari predetti. Le direttive ora suggerite dovrebbero ad un tempo soddisfare ma anche lasciare insoddisfatti i fautori della fissità del tasso di cambio (5) e quelli della variazione della parità (6). Sarebbe una soluzione di compromesso che concilierebbe la realtà della struttura e delle politiche degli Stati nazionali oggi esistenti con l'ideale della integrazione economica internazionale.

Occorre ancora accertare se la proposta ora suggerita potrebbe trovare applicazione anche nei confronti della valuta riserva: il dollaro. A questo riguardo si deve premettere che condizione essenziale perché una moneta possa operare come valuta di riserva è la stabilità della sua parità rispetto all'oro e quindi alla generalità delle altre

(5) JACOB VINER, *Problems of Monetary Control*, Essays in International Finance, n. 45, Princeton, New Jersey, maggio 1964.

(6) GOTTFRIED HABERLER, *Money in the International Economy*, Hobart Paper n. 31, Londra, 1969.

monete. L'assenza di questo requisito preclude il sorgere di un animus favorevole a una scelta siffatta da parte dei singoli paesi. Ma non è ancora sufficiente. Occorre anche che il volume globale delle riserve detenute dall'estero in quella moneta sia relativamente scarso in rapporto all'oro detenuto dal paese titolare della moneta di riserva o quanto meno in rapporto al fabbisogno di riserve internazionali e alla struttura economica del paese emittente la moneta detenuta a riserva. Da quanto precede risulta evidente che una politica di parità mobili del tasso di cambio che venisse adottata dalle autorità americane come strumento di equilibrio della bilancia dei pagamenti modificherebbe lo status del dollaro facendolo decadere dalle funzioni di valuta di riserva. Cui prodest? Non certo agli Stati Uniti che vedrebbero annullata la loro attività trasformatrice di scadenze delle attività finanziarie o assuntrice di rischi di impresa all'estero, ma neppure alla restante parte della comunità economica internazionale, perché, riducendosi il volume globale delle riserve, si renderebbe più impellente ed immediata l'esigenza di fare ricorso alla flessibilità dei cambi in presenza di squilibri anche del tutto transeunti di bilancia dei pagamenti, ciò che potrebbe provocare in ultima istanza una caduta delle operazioni internazionali.

Sembra pertanto lecito concludere che gli Stati Uniti nella situazione attuale, che prevede l'utilizzo del dollaro come valuta di riserva, dovrebbero continuare a mantenere un regime di cambi fissi. Questa politica, ove si voglia conciliare con un regime di liberalizzazione dei movimenti internazionali di capitali, richiede peraltro che, in caso di squilibrio della bilancia dei pagamenti, si faccia prevalentemente ricorso a strumenti correttivi di carattere fiscale. Di fatto, la politica attuale degli Stati Uniti, di carattere inflatorio e di elevati tassi d'interesse, è decisamente in contrasto con i criteri delineati e spinge alla ricerca di soluzioni che, da un lato, arrecano gravi turbative nella struttura interna dei tassi di interesse dei vari paesi che registrano larghi deflussi di capitali, dall'altro, aprono la via a incrementi di prezzi generalizzati.

Le direttive in materia di politica dei cambi con l'estero, ora suggerite nei confronti della generalità dei paesi fatta esclusione degli Stati Uniti, seguono una linea intermedia fra il sistema dei tassi di cambio fissi con interventi ufficiali illimitati e il sistema dei tassi di cambio flessibili senza interventi ufficiali. Con il primo sistema un paese avente inflazione interna può, pro tempore, assorbire risorse reali dall'estero e contenere lo sviluppo interno dei prezzi, ma anche

subire un deflusso di capitali speculativi se lo squilibrio della bilancia dei pagamenti viene ritenuto di carattere fondamentale. Con il secondo sistema un paese può invece isolare la bilancia dei pagamenti nazionale dagli squilibri derivanti dalle pressioni inflatorie e deflatorie sia di carattere interno che esterno, ma anche provocare una flessione del volume degli scambi con l'estero e quindi dell'efficienza produttiva.

In linea di principio, mentre il primo sistema piega la struttura economica dei singoli paesi (esclusi gli Stati Uniti, aventi dimensione dominante) alle esigenze dettate dall'integrazione con l'estero e quindi sollecita una adeguata disciplina nella condotta della politica monetaria e fiscale, il secondo consente il perseguimento di autonome politiche economiche interne che agevolano la soluzione dei problemi dell'occupazione nell'ambito nazionale, ma creano generalmente un clima di lassismo nella correzione degli squilibri derivanti da pressioni inflatorie interne.

Il sistema delle parità mobili e della contemporanea modificazione del livello interno dei tassi d'interesse sembra rappresentare un possibile compromesso fra l'esigenza di un efficace meccanismo di adeguamento del tasso di cambio agli squilibri di bilancia dei pagamenti e la necessità di mantenere una certa disciplina nella condotta della politica economica interna.

Il sistema indicato infatti consente una relativa certezza e stabilità di cambio nel breve termine ed assicura, se necessario, un aggiustamento di cambio e di tasso d'interesse. In concreto si potrebbe stabilire che abbia luogo uno spostamento della parità sul limite inferiore o superiore di intervento, ove il tasso di cambio di un paese oscilli, nel corso di un anno, nel quadrante prossimo al limite, inferiore o superiore, di intervento per un periodo di nove mesi, oppure nel caso in cui il saldo globale di bilancia dei pagamenti di un paese raggiunga, sempre nel corso di un anno, una dimensione positiva o negativa, pari a un terzo della quota di sottoscrizione al Fondo Monetario attribuita al paese interessato.

In un sistema di parità mobili gli interventi ufficiali, in linea generale, dovrebbero avere carattere difensivo e non aggressivo e quindi non modificare il senso dei movimenti dei tassi di mercato entro i margini stabiliti.

La variazione di parità dovrebbe essere accompagnata, secondo lo schema ora delineato, da una congrua modifica del tasso di inte-

resse interno, intesa ad impedire flussi di capitali di carattere speculativo. Questo impegno va qualificato sia per mettere in evidenza che il sistema delle parità mobili dovrebbe sostanzialmente annullare le aspettative di forti variazioni di parità e quindi ridurre gli incentivi ai movimenti speculativi di capitali (specie se si introducono costi di carattere amministrativo per l'effettuazione di detti movimenti), sia per sottolineare che la variazione dei tassi d'interesse, anche se può essere neutralizzata con misure di ordine fiscale ove sia in contrasto con le esigenze produttive interne, dovrebbe dipendere da decisioni delle autorità nazionali o, meglio, internazionali. In altre parole si dovrebbe seguire un criterio di tipo automatico per la variazione della parità di cambio e un criterio discrezionale per la modifica del tasso d'interesse interno.

Per inciso è da notare che nella regolamentazione di cambi e di tassi d'interesse ora delineata si viene a creare una situazione che consente, in uno schema di liberalizzazione dei movimenti di capitali, di controllare di fatto con efficacia quelli di carattere anormale e speculativo. A un controllo formale dei movimenti di capitali e a una liberalizzazione di fatto quali si potevano verificare in passato, si verrebbero a sostituire una liberalizzazione formale e un controllo di fatto dei movimenti di capitali.

Nel considerare le regole del gioco secondo le quali questo meccanismo dovrebbe funzionare bisogna mettere in evidenza, da un lato, l'esigenza di coordinamento delle politiche nazionali dei tassi d'interesse, dall'altro, che l'aumento (riduzione) dei tassi d'interesse nel paese avente un regime di relativa inflazione (deflazione), non esercita necessariamente un effetto restrittivo (espansivo) sugli investimenti interni e sulla produzione, potendo essere il tasso reale inferiore (superiore) a quello nominale. I flussi di fondi speculativi tendono ad essere in funzione delle previste variazioni nel tasso di cambio più che del differenziale dei tassi d'interesse, cosicché il loro contenimento dipende in primo luogo dal processo di aggiustamento interno, mentre la loro neutralizzazione risulta più efficace e meno costosa attraverso il sistema della rimessa in circolo (recycling) dei capitali stessi da parte delle autorità monetarie.

Nel determinare la variazione del tasso d'interesse interno occorre naturalmente tener conto della contemporanea evoluzione dei tassi sul mercato internazionale per evitare che abbiano luogo operazioni di arbitraggio basate su scarti fra tassi nominali all'estero e tassi reali

all'interno, calcolati tenendo conto delle previste variazioni nella parità delle monete. Sotto questo profilo si giustifica la raccomandazione che la variazione dei tassi abbia luogo in base a intese di carattere internazionale e che gli Stati Uniti non utilizzino lo strumento dei tassi d'interesse al fine di stimolare afflussi di capitali destinati a neutralizzare gli squilibri di bilancia dei pagamenti dovuti a inflazione interna.

FRANCESCO MASERA