

Il dollaro e il sistema monetario internazionale

1. Negli ultimi due anni la bilancia dei pagamenti americana e la posizione internazionale del dollaro hanno subito mutamenti netti e in certo senso paradossali. I risultati negativi della bilancia dei pagamenti nell'ultimo trimestre del '67 — un disavanzo record di 6,8 miliardi di \$ (tasso annuale) — aveva provocato una forte pressione sul dollaro. L'amministrazione americana era stata presa dal panico, e, in una drammatica allocuzione per il nuovo anno, il Presidente Johnson aveva proposto, e in parte imposto, drastici controlli. Le restrizioni sulle esportazioni di capitali e certi altri controlli furono severamente aggravati con ordinanze dell'esecutivo, ma per fortuna altre misure restrittive — una tassa senza precedenti sulle spese turistiche, prelievi sulle importazioni, ecc. — furono rigettate dal Congresso. Nell'aprile del 1968, al culmine della crisi, il « pool » internazionale dell'oro, mediante il quale le Banche centrali dei principali paesi, e in particolare gli Stati Uniti, erano venuti alimentando la speculazione sull'oro, fu dissolto e sostituito da un doppio mercato dell'oro.

In seguito, lungo il 1968, la situazione inaspettatamente migliorò. Ingenti capitali affluirono negli Stati Uniti, attratti da alti tassi di interesse e da un euforico mercato azionario e sospinti dal collasso del franco francese come moneta forte e dall'invasione della Cecoslovacchia. In tal modo nel 1968, per la prima volta in undici anni, la bilancia dei pagamenti americana presentò un piccolo avanzo sia secondo il metodo di calcolo cosiddetto della « liquidità » sia secondo il metodo delle « transazioni ufficiali ». Ma l'avanzo tradizionale dei conti commerciali disparve e il miglioramento generale fu chiaramente di natura precaria. Per il più ricco paese del mondo importare capitali su larga scala è ovviamente un fenomeno non naturale e insostenibile.

L'atteso peggioramento della bilancia dei pagamenti riapparve nel 1969. Nel primo trimestre il disavanzo fu di 6,7 miliardi di \$;

nel secondo, secondo il metodo della « liquidità », balzò a 15,4 miliardi di \$ (tasso annuale), importo più che doppio del record precedente; nel terzo trimestre era ancora al livello elevatissimo di 10 miliardi di \$ (tasso annuale). È vero che il metodo delle « transazioni ufficiali » offriva un quadro migliore; ma nel terzo trimestre del '69, dopo cinque trimestri di avanzi, anch'esso prospettò un disavanzo di 3,7 miliardi di \$. D'altra parte, la bilancia commerciale così come la bilancia dei beni e servizi sono rimaste in condizioni deprecabili, sebbene il terzo trimestre abbia apportato un leggero miglioramento che probabilmente continuerà con l'indebolirsi della congiuntura economica.

L'aspetto paradossale è che il peggioramento senza precedenti della bilancia dei conti con l'estero nel 1969 non ha causato nemmeno una increspatura sul mercato dei cambi per ciò che riguarda il dollaro. Le due gravi crisi che hanno scosso il sistema monetario internazionale nella primavera e quindi nell'autunno del 1969 hanno provocato la svalutazione del franco francese in agosto e la rivalutazione del marco tedesco in ottobre, ma lasciato il dollaro completamente indenne. Ciò è in netto contrasto con l'impatto che ebbero disavanzi molto più modesti nell'ultima parte del '67 e nella prima del '68.

Quale la spiegazione? I fattori decisivi sono da cercare, ritengo, negli eventi del '69. Il ritiro del Generale De Gaulle, il cedimento del franco francese, l'occupazione della Cecoslovacchia hanno creato un senso di insicurezza in Europa e ravvivato per contrasto la fiducia negli Stati Uniti e nel dollaro. Questi fattori e insieme l'isolamento delle riserve monetarie auree dal mercato dell'oro privato e dalla speculazione sull'oro hanno reso consapevoli gli europei e gli altri operatori che il mondo è praticamente a « regime dollaro », piaccia o non piaccia (1).

Il fatto che dalla fine del 1967, in conseguenza degli enormi afflussi di capitale privato negli Stati Uniti, gli averi liquidi in dollari

(1) Dopo la stesura del presente scritto ho appreso che niente meno che Jacques Rueff è giunto alla conclusione che un aumento del prezzo dell'oro è ormai « superato e senza interesse » perché il mondo è ora a « regime dollaro ». La fine del « pool » aureo, l'inconvertibilità di fatto del dollaro in oro e la decisione di istituire i diritti speciali di prelievo hanno posto fine al regime aureo e messo in sella il dollaro. Per l'intrepido campione dell'oro una constatazione del genere deve essere stata tormentosa. Ma è tipico di questo realistico economista di non chiudere gli occhi di fronte ai fatti, per quanto sgradevoli possano essere, e di non abbandonarsi a pii desideri (V. « Le Monde », 29 novembre 1969).

detenuti da istituzioni *ufficiali* estere siano notevolmente diminuiti (da 15,65 miliardi a circa 10 miliardi di \$ a metà 1969) ha certo contribuito a assicurare le Banche centrali straniere. Ma queste devono essere sicuramente consapevoli che potrebbe facilmente verificarsi un ritrasferimento di fondi sui conti ufficiali qualora i privati decidessero di ridurre i loro conti in dollari. Un siffatto spostamento sembra sia cominciato nel terzo trimestre del 1969.

Che cosa significa dire che il mondo è in regime dollaro? In termini letterali — e tale era la situazione nei primi anni di questo dopoguerra — significherebbe che il dollaro è accettato abitualmente come riserva internazionale e che gli altri paesi sono pronti, se necessario, ad accumulare dollari senza limite, talché gli Stati Uniti non dovrebbero mai preoccuparsi della loro bilancia dei pagamenti. Non è certo questo il caso; ci sono limiti alla disposizione delle Banche centrali estere ad accumulare dollari. Per esempio, se negli Stati Uniti l'inflazione continuasse o si accelerasse, ci sarebbe certo dello scompiglio. Tornerò fra poco su questo punto.

Ma assumiamo che l'inflazione americana sia arrestata o almeno ridotta a un tasso non più alto di quello dei paesi esteri più disciplinati; assumiamo inoltre che l'America continui nondimeno ad avere un moderato disavanzo. Che questa non sia un'ipotesi del tutto irrealista è suggerito dal fatto che su periodi di cinque o dieci anni o di maggior durata il dollaro ha perduto meno in potere di acquisto di qualsiasi altra moneta importante, *non* esclusi il marco tedesco e il franco svizzero. Che cosa potrebbero fare gli altri paesi se non volessero accumulare altri dollari? Essi sanno che se grosse quantità di dollari fossero presentate da Banche centrali estere per la conversione in oro, lo « sportello dell'oro » verrebbe semplicemente chiuso dalle autorità americane. Esse hanno quindi due opzioni: o inflazionare in misura sufficiente oppure lasciare fluttuare la loro moneta al rialzo per eliminare i loro avanzi (e i disavanzi americani). Sia l'una sia l'altra soluzione sarebbe accettabile dal punto di vista degli Stati Uniti. Si osserva talvolta che gli altri paesi avrebbero anche un'altra opzione: potrebbero ricorrere a controlli. Ma ciò non soltanto sarebbe una violazione dello statuto del Fondo Monetario, sarebbe anche irrazionale poiché peggiorerebbe la situazione: aumenterebbe l'avanzo degli altri paesi e il disavanzo degli Stati Uniti! Ciò che gli altri paesi potrebbero fare sarebbe ridurre le loro tariffe doganali ed eliminare le restrizioni sulle importazioni: cosa anche questa accettabile dal punto di vista americano.

Ma lasciamo il dollaro per un momento — ritornerò in argomento più avanti — e guardiamo al sistema monetario internazionale nel suo insieme.

2. Negli ultimi anni una serie di crisi valutarie ha coinvolto quasi tutte le principali monete. Ogni crisi è stata preceduta da massicci movimenti di capitali e qualcuna è culminata in variazioni dei tassi di cambio o in qualche surrogato di variazioni del genere (per esempio, modificazioni di imposte sugli scambi con l'estero). Ogni crisi è stata inoltre accompagnata dall'imposizione o dall'inasprimento di controlli, particolarmente in Francia e nel Regno Unito. Di questi controlli solo pochi sono stati in seguito soppressi.

Siamo tutti d'accordo che questa non è una situazione soddisfacente e che c'è bisogno di metodi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti migliori di quelli di cui oggi disponiamo. E la maggioranza degli esperti, perfino molti di quelli che solo qualche anno fa erano vigorosi fautori del sistema dei cambi fissi e rigidi, pensano ora che una certa flessibilità dei tassi di cambio sia necessaria e che l'odierno sistema di ampie occasionali svalutazioni e rivalutazioni — il cosiddetto « adjustable peg » — sia insoddisfacente. Non discuterò in questo articolo i vari tipi di flessibilità che sono stati proposti — flessibilità illimitata, cambi scorrevoli, più ampia fascia di oscillazioni, flessibilità all'insù, flessibilità automatica, frequenti aggiustamenti discrezionali dei cambi in piccole dosi, e così via. Mi limito ad osservare che la scelta di fronte alla quale ci troviamo non è fra *a*) cambi realmente fissi con valute pienamente convertibili senza controlli e *b*) qualche forma di flessibilità. La reale scelta è tra *a*) un metodo confuso e disordinato di modificare i tassi di cambio apertamente o in forma mascherata, punteggiato da violente crisi con speculazioni massicce e accompagnato da sempre più ampi controlli e *b*) un aggiustamento graduale, ordinato che eviti in larga misura o interamente i controlli e riduca al minimo la speculazione.

A sostegno dell'affermazione che la flessibilità riduce la speculazione, vorrei richiamare il solo drammatico episodio della rivalutazione del marco tedesco. Prima delle elezioni tedesche miliardi di dollari erano affluiti in Germania. Il 24 settembre, quattro giorni prima delle elezioni, il mercato dei cambi fu chiuso. Lunedì 29 settembre, all'indomani delle elezioni, il mercato fu riaperto con il tasso di cambio immutato. In poche ore ingenti fondi affluirono in

Germania. Il mercato fu di nuovo chiuso e si decise di lasciar fluttuare il marco. Il giorno dopo, martedì 30 settembre, quando il mercato fu riaperto, il cambio del marco fece un balzo, e, guarda un po', la speculazione praticamente scomparve. Era soltanto diventato troppo rischioso speculare! Cosa ancor più interessante, la speculazione *non* si ravvivò, almeno in misura notevole, quando poco dopo si aprì nella stampa una discussione più o meno aperta sul problema se il marco dovesse essere stabilizzato a un livello superiore del 6,8% o del 10% alla parità precedente.

È troppo presto per dire se il nuovo cambio, superiore del 9,3% al vecchio, risulterà giusto. Può darsi che la rivalutazione si dimostri insufficiente; poiché non bisogna dimenticare che l'*effettiva* rivalutazione del marco è stata notevolmente inferiore al 9,3%, dato che il « surrogato » di rivalutazione deciso nel novembre del '68 sotto forma di revisioni di oneri fiscali sulle importazioni ed esportazioni è stato soppresso al momento della vera rivalutazione. Per altro, due cose sono certe: primo, che l'operazione di modificare un tasso di cambio si è dimostrata faccenda molto complicata; secondo, che, per quanto riguarda la possibilità di scoraggiare gli eccessi speculativi, il sistema dei cambi fluttuanti ha avuto un indubbio successo; esso ha confermato o superato le aspettative più ottimistiche dei più ardenti fautori della flessibilità.

3. In questo dopoguerra il commercio internazionale è venuto crescendo a balzi, e le economie dei paesi occidentali sono ormai così strettamente legate da rapporti mercantili e di pagamento che i flussi di merci e i movimenti di capitali sono diventati molto sensibili a differenze di prezzo e di tassi d'interesse. È questa ovviamente una evoluzione positiva, motivo di giustificata compiacenza per gli amministratori del sistema monetario internazionale. Ma essa implica anche che un ordinato aggiustamento delle bilance dei pagamenti in regime di cambi fissi con piena convertibilità (in altre parole, senza controlli) richiederebbe una profonda armonizzazione delle politiche monetarie fiscali e salariali. Questa è la situazione di cui beneficiano gli Stati Uniti: qui aggiustamenti della bilancia dei pagamenti fra le varie regioni del paese avvengono così ordinatamente ed automaticamente che pochi sono consapevoli dell'esistenza di una cosa come la bilancia regionale dei pagamenti; le politiche monetarie e fiscali sono automaticamente armonizzate e le spinte

salariali sono le stesse in ogni regione (2). Fra paesi sovrani siffatti reciproci aggiustamenti e una così spinta armonizzazione delle politiche oggi non esiste, neppure, come hanno mostrato eventi recenti, fra i paesi membri della Comunità Europea. La situazione era diversa prima del 1914 quando vigeva il sistema aureo, poiché allora il mantenimento della convertibilità esterna era il preminente obiettivo della politica monetaria e i salari non erano rigidi come sono adesso. Oggi gli obiettivi preminenti della politica economica sono la piena occupazione, lo sviluppo e in qualche paese la stabilità dei prezzi. Purtroppo i vari paesi assegnano diverse priorità e pesi diversi ai suddetti obiettivi e taluni hanno più successo di altri nel realizzare i loro propositi. Questa diversità di risultati è particolarmente evidente per gli sforzi intesi a conciliare l'obiettivo della stabilità dei prezzi con gli obiettivi della piena occupazione e dello sviluppo.

Per questi motivi è di importanza capitale trovare un metodo di aggiustamento ordinato e flessibile dei tassi di cambio. Stiamo però in guardia contro certe semplificazioni ed esagerazioni. La flessibilità dei cambi non significa che ogni moneta debba fluttuare nei confronti di ogni altra moneta. Molti piccoli paesi senza dubbio agganceranno le loro monete alla moneta di qualche grosso vicino e gruppi di paesi potrebbero formare blocchi di monete a cambi fissi.

4. Torno alla speciale posizione del dollaro. È ormai generalmente riconosciuto che il dollaro è in una posizione unica poiché è la principale moneta di riserva del mondo, la valuta d'intervento che tutti gli altri paesi impiegano per mantenere la parità delle rispettive monete al valore concordato, l'unità di conto internazionale e, non ultimo, la valuta di gran lunga più importante usata per investimenti e transazioni internazionali da banche, società e persone singole in tutto il mondo.

È del pari generalmente riconosciuto che, a causa della posizione unica del dollaro, gli Stati Uniti non potrebbero svalutarlo unilateralmente e lasciarlo fluttuare nei confronti di altre monete anche se lo volessero. Se gli Stati Uniti decidessero di svalutare il dollaro, poniamo, del 10% in termini di oro, o di sospendere i pagamenti in oro e lasciar fluttuare il dollaro (sempre in termini di oro), tutti gli altri paesi praticamente si allineerebbero e continuerebbero ad aggan-

(2) Ci sono altri fattori che contribuiscono a determinare ordinati aggiustamenti inter-regionali, ma quelli menzionati nel testo mi sembrano di importanza decisiva.

ciare le loro monete al dollaro, talché il dollaro non fluttuerebbe in termini di altre monete.

Ma allora, si potrebbe chiedere, come potrebbero gli Stati Uniti godere i vantaggi di un tasso di cambio fluttuante? La risposta è che la decisione di adottare cambi flessibili dovrebbe essere presa da altri paesi. Ma ciò non comporterebbe un serio inconveniente per gli Stati Uniti, se si ritiene che la flessibilità dei cambi è un obiettivo desiderabile? Niente affatto: gli Stati Uniti godrebbero automaticamente dei vantaggi della flessibilità quando altre monete diventassero flessibili nei confronti del dollaro. Ma se questi paesi rifiutano di lasciare fluttuare le loro monete? Ebbene, supponiamo che un paese in avanzo rifiuti di lasciar rivalutare la propria moneta. In tal caso dovrebbe accumulare dollari. Una decisione nell'uno o nell'altro senso sarebbe accettabile dal punto di vista americano. Come ho detto, non avrebbe senso per un paese in avanzo imporre controlli. Potrebbe per altro eliminare i controlli esistenti e le restrizioni sulle importazioni.

Supponiamo invece che un paese in disavanzo rifiuti di svalutare. In tal caso perderebbe dollari (o oro), e qualora persistesse a rifiutare di svalutare o di lasciare fluttuare la sua moneta, dovrebbe introdurre controlli. L'adozione di controlli danneggerebbe certo gli Stati Uniti e altri paesi incluso il paese che la decidesse. Ma gli Stati Uniti potrebbero consolarsi pensando che per essi il commercio estero è meno importante che per quasi tutti gli altri paesi; una politica di controlli danneggerebbe gli altri paesi — incluso quello che li adottasse — molto più che gli Stati Uniti.

Tuttavia, se gli Stati Uniti riescono a controllare l'inflazione e a dare al mondo un mezzo di riserva stabile e degno di fiducia, si può essere ragionevolmente certi che la maggior parte degli altri paesi si comporteranno razionalmente nel loro stesso interesse. Che cosa altro potrebbero fare? Non possono, ripeto, ottenere oro in grosse quantità dagli Stati Uniti né da altri paesi, e i dollari son meglio dell'oro specialmente in momenti di alti tassi di interesse. La creazione dei diritti speciali di prelievo renderà il regime dollaro ancor più accettabile.

Ma quali le prospettive se gli Stati Uniti non riescono ad arrestare l'inflazione? In tal caso ci saranno certo fastidi e recriminazioni. Ma anche allora gli altri paesi non potrebbero ottenere oro, cosicché potrebbero rassegnarsi a un dollaro che perde potere di acquisto purché il movimento inflazionistico non fosse troppo rapido,

e in considerazione del fatto che gli alti tassi di interesse causati dall'inflazione darebbero un certo compenso. Ogni paese che non volesse inflazionare nella misura americana né accumulare dollari sarebbe costretto a lasciar rivalutare la sua moneta in termini di dollari.

Potrei intrattenermi su questo tema piuttosto patologico di ciò che accadrebbe se gli Stati Uniti continuassero ad avere un'inflazione del 5% o più all'anno. Probabilmente sarebbe impossibile prevedere con esattezza le reazioni di altri paesi. Ma una cosa è certa: anche in questo caso disgraziato nessuno potrebbe costringere gli Stati Uniti o a provocare una seria depressione o a imporre severi controlli. Speriamo che l'inflazione sia domata così da non aver bisogno di appurare che cosa accadrebbe se l'inflazione continuasse.

GOTTFRIED HABERLER