

La riforma monetaria e il prezzo dell'oro

a cura di Randall Hinshaw

Istituto Affari Internazionali

Roma

Società editrice il Mulino

Bologna

I problemi del prezzo dell'oro e della riforma del sistema monetario internazionale, oggetto da anni di un vivo dibattito a livello mondiale, costituiscono oggi, con la crisi del franco francese, che segue di poco la svalutazione della sterlina, e con le inevitabili ripercussioni sul piano della cooperazione monetaria internazionale, un argomento di estrema attualità. I rapporti commerciali e finanziari che intercorrono fra le maggiori nazioni non sono equilibrati. Un tempo i trasferimenti dell'oro da un paese all'altro permettevano, almeno in teoria, un aggiustamento automatico sia del dare e dell'avere sia anche dei rispettivi sistemi economici nazionali, costretti per tal via a seguire una politica di equilibrio internazionale. Oggi questo meccanismo non è più in funzione. Quello che lo ha sostituito utilizza il dollaro quale veicolo dei pagamenti internazionali e strumento nella formazione delle riserve ufficiali. Ma esso non è automatico né, secondo alcuni, sarà mai in condizione di funzionare con efficacia. Si cercano pertanto soluzioni nuove, che si vogliono dagli uni non dolorose, ma soprattutto che non siano peggiori del male, potendo sfociare, secondo altri, in una grande crisi mondiale. Questo « Quaderno » dell'I.A.I. contiene una sintesi attuale ed efficace delle varie alternative proposte da alcuni dei maggiori economisti ed esperti di politica monetaria internazionale, quali Lord Robbins, Jacques Rueff, Robert Triffin, Edward M. Bernstein ed altri ancora.

Randall Hinshaw ha lavorato come economista per il Federal Reserve Board, occupandosi in particolar modo di problemi di finanza internazionale, ed è stato consulente alla missione americana all'OECE a Parigi. Professore di economia alla Claremont Graduate School, in California, ha organizzato e diretto, fra l'altro, numerosi seminari di economia internazionale presso il Centro di Bologna della Johns Hopkins University.

La riforma monetaria e il prezzo dell'oro

A cura di Randall Hinshaw

Edizione italiana a cura di Mario Del Viscovo

Società editrice il Mulino

Bologna

Edizione originale: *Monetary Reform and the Price of Gold*, Baltimore, The Johns Hopkins Press, 1967. Traduzione di Ivo Rustja e Maria Cenerini.

Prefazione all'edizione italiana

Malgrado siano trascorsi quasi due anni dal giorno in cui si svolsero i discorsi contenuti in questo volume, sia l'argomento sia le tesi oggetto del dibattito sono ancora di estrema attualità. Non soltanto, infatti, il prezzo dell'oro è stato al centro dell'incontro di Washington di fine settembre del consiglio del FMI ma la stessa riforma del sistema monetario internazionale, che costituisce il fondo del problema, è tuttora oggetto di studio, di incontri, e di confronti quanto mai appassionati.

La decisione di pubblicare in versione italiana questo volume, anziché altri di pari valore¹, è stata presa, però, non tanto in funzione dell'attualità del tema, quanto perché le varie tesi, che da almeno cinque anni si vanno discutendo, ed aventi tutte come obiettivo un diverso assetto del sistema monetario internazionale, vi si trovano esposte sinteticamente ma con estrema chiarezza, dalle più alte autorità scientifiche nel campo monetario. L'ampio saggio introduttivo di Lord Robbins, come sempre acuto e di una eleganza tutta britannica, fornisce un utilissimo punto di partenza a tutto il discorso. La scelta dunque è caduta su questo volume per ragioni pratiche nella fiducia che il discorso su un tema delicatissimo e complicato, che è essenzialmente politico, ma tale da presentarsi avvolto in tanto difficile tecnicismo, esca, come ci par giusto che avvenga, fuor dal ristretto campo degli addetti ai lavori, per interessare la più vasta possibile cerchia della cultura italiana.

Sia consentito al curatore dell'edizione italiana non già di presentare il problema ma di « fare il punto », la cronologia, degli avvenimenti successivi a quelli sui quali si basano gli interlocutori di cui registriamo qui il discorso.

¹ Si veda, fra l'altro, scegliendo fra i soli lavori che hanno un carattere analogo, l'ottima e recente raccolta di saggi raccolti da R. A. Mundell e A. K. Svoboda, *Monetary Problems of International Economy. A Symposium N.B.E.R.*, Chicago, 1967.

Si deve alla Francia, principalmente, se in questi ultimi anni il tema dell'assetto dei rapporti monetari internazionali è stato violentemente incardinato in termini di revisione del prezzo dell'oro. Naturalmente, non si è trattato di una invenzione francese. In Italia, per esempio, il Demaria aveva scritto pagine quasi profetiche, in anni ormai lontani, come è chiaro a chi rilegga la ristampa del 1964 delle sue *Teorie monetarie e il ritorno all'oro*. Inoltre sarebbe ingiusto, oltre che fuorviante, come vedremo, lavorare sulla base della ipotesi che il pensiero ed il disegno della politica monetaria della Francia siano rimasti senza un seguito. La tesi che il sistema del cosiddetto *gold-exchange standard* (cioè: il sistema di costituire le riserve valutarie ufficiali non soltanto in oro, ma anche in valute chiavi, dollari e sterline) sia un sistema obsoleto, e fonte di gravissime e serie preoccupazioni, è ormai tesi universale. L'analisi che ne fa Rueff è spietata, ed è condivisa, più o meno, da tutti. Il dissenso dunque non si incontra al livello della critica distruttiva ma al livello delle alternative. La tesi gollista presentata qualche anno fa con arroganza provocatoria, di ritornare in maniera pura e semplice al sistema di regolare i saldi delle bilance dei pagamenti con i trasferimenti di oro, previa una svalutazione massiccia del dollaro, in una sola volta, si è scontrata con le proposte, essenzialmente americane, di operare sí una trasformazione del sistema attuale, ma evitando il congelamento degli scambi agli attuali livelli, e soprattutto evitando politiche di deflazione, nei paesi in deficit, e di inflazione nei paesi in attivo, che avrebbero gettato nel più completo caos la situazione economica internazionale. Le autorità americane, perciò, per quanto le riguardava direttamente, si sono opposte innanzitutto ad ogni misura che potesse in qualche modo rappresentare una contrazione del livello della circolazione monetaria. In secondo luogo, hanno contrastato, sia direttamente, con i noti provvedimenti del gennaio scorso, sia attraverso una riduzione degli aiuti all'estero, il peggioramento della propria bilancia dei pagamenti, in guisa da ridurre il deflusso di dollari verso l'estero. In terzo luogo, ed è stata questa la misura più drammatica, e per certi aspetti definitiva, dal 19 marzo di quest'anno, hanno deciso di sospendere l'obbligazione di scambiare oro contro dollari al prezzo di 35 dollari l'oncia dando vita, in tal modo, ad un doppio mercato dell'oro. In definitiva, la risposta americana più efficace alla sfida gollista è stata finora di sganciare il dollaro dalla base aurea, imponendo in tal modo all'oro-merce di variare di prezzo come una qualsiasi materia prima. Il fatto che oggi, mentre noi scriviamo, il prezzo dell'oro sia sui 38,5 dollari l'oncia, all'indomani del rifiuto americano di impegnarsi ad acquistare oro qualora dovesse scendere al disotto della parità ufficiale ed alla vigilia della elezione presidenziale, ci avverte di quanto sia divenuta cauta la condotta dei grandi operatori, ed in particolare ovviamente delle banche centrali europee. A questa

cautela hanno contribuito, naturalmente, parecchie circostanze, non ultima la copertura in oro che, approfittando della crisi monetaria francese, hanno operato la banca centrale tedesca ed italiana nel secondo semestre dell'anno.

L'attualità dei discorsi contenuti in questo volume è un altro modo di dire, dunque, che nessuno dei problemi che sono ivi evocati è giunto tuttora a cristallizzarsi in una forma definitiva. Non si può infatti considerare definitivo il doppio mercato dell'oro, non si può considerare definitiva l'attuale distribuzione delle quote di partecipazione al FMI che ormai, agli attuali livelli, è praticamente assorbito dal risanamento delle monete chiave; non si può considerare definitiva una formula operativa, in base alla quale la cooperazione internazionale nel campo monetario è affidata, piuttosto che ad un sistema dotato d'un certo grado di automatismo, ad una continua testimonianza di solidarietà di interessi da parte delle banche centrali. È certamente vero che questo modo di operare ha consentito al sistema internazionale di assorbire una crisi improvvisa di prima grandezza come quella che ha colpito la Francia nel mese di maggio; ed è anche vero, come è detto da Robbins e da Meade nel contesto delle discussioni che pubblichiamo, che volere un nuovo assetto monetario internazionale non significa lavorare ad un progetto valido per l'eternità, ma significa cercare una soluzione valida per i problemi immediati, essenzialmente per consentire ai paesi in deficit di riequilibrare le proprie posizioni, senza incorrere in un processo gravissimo di deflazione. Ma l'una e l'altra constatazione sono un modo come un altro per dire che al centro della crisi del sistema monetario internazionale sta uno squilibrio del dollaro, e che troppi e troppo grandi sono gli interessi in gioco, per consentirne la cura mediante la svalutazione.

Così formulato, il problema diventa allora di una cristallina chiarezza, al di là delle complesse formulazioni tecniche e dei termini ufficiali e protocollari. Si potrebbe a questo punto disputare attorno al punto di origine di questo male: se esso, cioè, derivi dagli impegni puramente finanziari del governo americano, verso il resto del mondo, mentre la bilancia commerciale resta in sostanziale equilibrio, oppure se il male trae origine da una situazione inflazionistica interna, da eccesso della domanda globale, e quindi da uno squilibrio interno che, in regime di cambi fissi tende a trasferirsi nei conti con l'estero, ma soprattutto è suscettibile di trascinarsi per lungo tempo, senza trovare nel sistema del cambio con l'estero uno sbarramento che costringa a rapidi correttivi. Alcuni partecipanti al dibattito, soprattutto Milton Gilbert, propendono per la prima interpretazione, ma i recenti dibattiti che hanno accompagnato le misure fiscali del gennaio scorso, e la nuova regolamentazione dei movimenti di capitale, hanno dimostrato come, negli stessi Stati Uniti, la interpretazione del momento economico sia incer-

ta². Studi recenti, diffusi anche in Italia³, hanno del resto confermato ampiamente, su notevoli basi teoriche, l'esistenza di uno squilibrio fra i poteri d'acquisto interni ed i rapporti di cambio delle varie monete, fatto questo che di per sé implica una continua e non prolungabile tensione nei rapporti internazionali. In fondo, nel momento in cui, in Europa ed in Italia, si diffonde il *leit-motiv* del *gap* tecnologico (che direi, piuttosto, culturale) è scioccante apprendere che i confronti usuali, in termini di contabilità nazionali e di bilance dei pagamenti, sono alterati da un difettoso adeguamento del metro monetario. Da queste ricerche sembrerebbe invece che i rapporti di produttività, in termini economici, e non in termini reali, fra il vecchio ed il nuovo mondo, sono influenzati da quanto avviene sul piano monetario, soprattutto nel nuovo mondo, e da qualche anno a questa parte. Questa, del resto, era un'osservazione che un'autorità scientifica del calibro di Samuelson aveva già inserito nell'ottava edizione del suo diffusissimo e popolarissimo libro di testo!⁴

La cronologia di questi due ultimi anni è contrappuntata da avvenimenti drammatici e da decisioni gravide di conseguenze. Ancora fino al settembre del 1967, conferenza di Rio del FMI, l'attenzione sembrava essenzialmente concentrata sullo studio dei mezzi per accrescere la liquidità internazionale, protagonisti gli americani che cercavano di convincere il resto del mondo a muoversi lungo le linee che, con qualche approssimazione, sono esposte da Triffin e da Bernstein in questo volu-

² Ad esempio, « The Economist », 21 settembre, p. 37. *The Economists put to the Proof*; Frank Tamagna, *L'economia degli Stati Uniti nel 1967: un andamento incerto*, « Il Risparmio », aprile 1968.

³ Angus Maddison, *Livelli comparati di produttività nei paesi sviluppati*, « Moneta e Credito », XXI, 82, p. 160 e s. La situazione per i differenti paesi, si presenterebbe in questi termini, facendo = 1 il potere d'acquisto e tasso di cambio negli Stati Uniti.

Potere d'acquisto e tasso di cambio

	1955	1965
Giappone	—	1,86
Italia	1,84	1,52
Germania Occidentale	1,66	1,41
Olanda	1,71	1,40
Norvegia	1,49	1,38
Gran Bretagna	1,52	1,38
Belgio	1,32	1,36
Francia	1,19	1,35
Danimarca	1,51	1,25
URSS	—	1,16
USA	1,00	1,00
Canada	—	0,93

⁴ P. A. Samuelson, *Economics*, McGraw Hill, 1968, 7^a ed., p. 693.

me⁵. Essenzialmente, si trattava di consentire ai paesi debitori di pagare merci e servizi con obbligazioni cartacee, e non con oro, o altre valute chiave, obbligando i paesi creditori ad accettare tali obbligazioni entro limiti definiti, senza consentire la convertibilità di tali obbligazioni in oro o altre valute chiave. Ovviamente, questa proposta era ben accetta anche ai paesi sottosviluppati, i primi ad essere seriamente danneggiati dal fatto che la maggior parte delle quote di sottoscrizione del FMI fosse assorbita dall'azione di sostegno delle valute chiave, e della sterlina e del dollaro in particolare, anziché essere destinata al finanziamento, come strumento di credito, dei programmi di sviluppo. Fu in questa atmosfera che uscì dal mondo dei sogni, per prendere l'aspetto di un preciso impegno del FMI, sotto il nome di Diritti Speciali di Prelievo, il più ambizioso e « aperto » dei progetti monetari che siano stati mai concepiti. Dobbiamo dire che in più di un anno, questo progetto, passando di riunione in riunione, non ha fatto dei progressi, e si è arrivati ormai apertamente a parlare del 1970, come della data della sua instaurazione.

Viceversa, da allora, sono intervenuti i seguenti fatti, che preghiamo il lettore di tenere ben a mente, nella lettura, a posteriori, di queste discussioni:

1) svalutazione della sterlina e drastiche misure fiscali e di controllo dei prezzi e degli scambi per risanare la bilancia dei pagamenti britannica. Si è trattato di un'operazione assai rigidamente concepita ed attuata, che ha ridotto il potere d'acquisto della sterlina di circa il 16%.

2) Misure interne americane sul piano fiscale, della spesa militare e degli aiuti all'estero, e dei movimenti di capitale. Queste misure, annunciate nel discorso sullo stato dell'Unione, hanno incontrato finora forti opposizioni, soprattutto quelle fiscali, minori quelle riguardanti gli aiuti all'estero. Anch'esse avevano di mira un riequilibrio della bilancia dei conti con l'estero. Sia nel caso inglese, come in quello americano, i risultati raggiunti, in termini di bilancia dei pagamenti, sono stati abbastanza soddisfacenti: il che confermerebbe, con tutto il rispetto che si deve agli innovatori, che è molto più facile parlare di riforme che agire nel senso del nuovo. (Il che peraltro fu confermato, sia detto di passaggio, anche dall'esperienza italiana del 1963-1965).

3) Abbandono del pool dell'oro da parte della Francia e sviluppo di una fantastica speculazione sul mercato libero per tutti i primi due mesi dell'anno.

⁵ Sull'atmosfera dopo la conferenza di Rio, una testimonianza preziosa è quella di Roy F. Harrod, *I problemi monetari internazionali dopo Rio*, in « Bancaria » (marzo 1968).

4) Sospensione, il 9 marzo, dell'obbligazione, da parte del Tesoro americano, a scambiare oro con i privati al prezzo di 35 dollari l'oncia, e contemporanea creazione di un doppio mercato dell'oro, il cui prezzo è regolato dalle leggi della domanda e dell'offerta. Questa decisione è intervenuta al termine di un mese di febbrile speculazione sull'oro e sui dollari, durante il quale l'oro aveva raggiunto ed anche superato il livello di 40 dollari l'oncia. La crisi di fiducia nel dollaro, creata per questa via, è stata fronteggiata dall'impegno delle banche centrali di astenersi dall'acquistare oro sui mercati liberi, riservandosi, di volta in volta, di aggiustare le proprie riserve mediante accordi diretti. Non tutti hanno percepito subito la portata di questa ultima clausola. Sta di fatto che dopo di allora, molte banche centrali hanno operato una cospicua trasformazione delle proprie riserve in oro, come è dimostrato dalla tabellina che riportiamo in nota⁶. L'Italia è in testa, in questa corsa: fra il marzo e il giugno 1968, le nostre riserve di oro sono passate da 2.376 a 2.673 milioni di dollari, mentre quelle della Germania occidentale sono passate da 3.972 a 4.312. Nello stesso periodo le riserve auree degli Stati Uniti sono diminuite di 124 milioni di dollari, mentre quelle di tutti i paesi dell'Europa sono aumentate di 375 milioni. In breve non è esagerato dire che dopo la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, almeno le grandi banche centrali dell'Italia e della Germania, hanno seguito, sul piano operativo, il criterio di operare il più possibile una conversione in oro delle rispettive riserve.

5) Fra le varie astuzie di cui la storia si serve per compiere i propri disegni, bisogna evidentemente comprendere anche la crisi del franco francese. Da marzo a giugno, la riserva aurea francese, vanto e sostegno della politica monetaria gollista, ha perduto 496 milioni di dollari. Questa crisi, che è scoppiata come una folgore, ha inferto un colpo decisivo

⁶ Riserve valutarie: evoluzione nei maggiori paesi:

Situazione agli inizi del mese di agosto 1968
(in milioni di dollari)

	Oro	Divise	Riserve presso il FMI	Totale
Svizzera	2.640	309	—	2.949
USA	10.676	2.773	917	14.366
Gran Bretagna	1.490	1.244	—	2.734
Francia	—	—	—	4.766
Germania Occidentale	4.247	3.120	1.345	8.712
Italia	2.452	1.923	885	5.260
Canada	926	1.816	—	2.742
Giappone	341	1.381	222	1.944

alla speculazione sull'oro, almeno per quanto riguarda l'ultimo scorcio di quest'anno.

6) Ciò ha facilitato la definizione del prestito, per 2 miliardi di dollari, alla Gran Bretagna, definito a Basilea nella tarda estate di quest'anno. Si è trattato di una importante operazione, con la quale si aiuta la sterlina nel compito di svincolarsi dalle obbligazioni che le derivano dall'essere una moneta di riserva, per un numero ancora considerevole di Paesi. Un progresso in questa direzione, anche se in un contesto assai diverso, era stato raccomandato dallo stesso Rueff, con perfetta coerenza con il piú generale disegno di abbandonare il *gold-exchange standard*. Con questa operazione, ai crediti in sterline, posseduti dalle riserve dei paesi dell'area della sterlina, si sostituiscono crediti in dollari, mentre la Gran Bretagna assume un debito di 2 miliardi di dollari, nei confronti del FMI, da ammortare in un piú lungo periodo di tempo.

7) Nessun fatto nuovo di grande rilievo è infine emerso dalla tanto attesa conferenza annuale di settembre del FMI: né aumento del prezzo dell'oro, né impegno a comprare oro, se il prezzo scende al disotto della parità, né definizione dei criteri operativi degli speciali diritti di prelievo. Si è avuta l'impressione che i rappresentanti americani non abbiano voluto assumere impegni, alla vigilia di una elezione presidenziale che si preannuncia dall'esito molto incerto. Questa impressione si accompagna a talune notizie di un'evoluzione in atto nei circoli piú influenti della finanza americana, circa la posizione internazionale del dollaro.

Secondo Edward M. Bernstein⁷, il prezzo dell'oro è destinato a salire, lentamente, ma con un processo continuo. Per i prossimi due anni, egli prevede un prezzo oscillante fra i 37 ed i 42 dollari l'oncia, ma questa previsione è parzialmente in contrasto con l'opinione di Fritz Machlup, di Princeton, secondo cui, se demonetizzato, il prezzo dell'oro non supererà nei prossimi anni i 30 dollari l'oncia.

Altra notizia di rilievo che vale la pena di cogliere, è il mutato atteggiamento di taluni influenti circoli ufficiali americani, riguardo al processo di sganciamento del dollaro dalla base aurea. Ad esempio, il sottocomitato senatoriale presieduto dal senatore Reuss, alla vigilia della riunione del FMI si esprimeva a favore di una maggiore flessibilità dei cambi, e di una maggiore e piú cospicua partecipazione del FMI nella politica delle riserve⁸. In particolare, si insisteva sull'opportunità di accentrare tutte le riserve nazionali in dollari e sterline presso il FMI, in cambio di una speciale unità di riserva, che potrebbe essere lo speciale diritto di prelievo. Si tratta, come è facile comprendere, di spunti

⁷ « N. Y. Herald Tribune », 19-9-1968.

⁸ « N. Y. Herald Tribune », 20-9-1968.

e notizie che è difficile ricondurre ad una interpretazione univoca, ma che indicano quanto si sia ancora lontani da una sistemazione della complessa materia.

Il discorso sulla politica monetaria internazionale, è pertanto ancora aperto a nuove coraggiose soluzioni. L'entità dei problemi che sono sul tappeto è immensa; e basti, a convincersene, le dichiarazioni rese dal Ministro del Tesoro italiano, on. E. Colombo, all'indomani della recente conferenza di Washington⁹. Di queste dichiarazioni vogliamo sottolineare un solo punto, quello relativo ad una politica di stabilizzazione dei prezzi delle materie primarie, da favorire nell'ambito degli accordi FMI e della Banca Mondiale, magari attraverso « la creazione di un'agenzia specializzata ». È un accenno che apre uno spiraglio di luce sugli interessi che sono messi in gioco da quegli « speciali diritti di prelievo » la cui natura è molto simile¹⁰, a quel che se ne sa, a quelle « unità di riserva » di cui si discute qui, negli interventi di Triffin e Bernstein. Di contro, i paesi sottosviluppati, e coloro che ne interpretano i bisogni, sono seriamente preoccupati dal fatto che le risorse del FMI siano state praticamente assorbite dal compito di assistere le monete di riserva, data anche la circostanza aggravante che, nell'ambito di questa politica, uno dei primi provvedimenti presi è stata la drastica riduzione americana degli aiuti all'estero. Le proposte del nostro Ministro del Tesoro, inseriscono quindi un tema assai ampio nel contesto del discorso puramente monetario: un tema che l'Italia, la quale oggi occupa una posizione invidiabile nel mondo monetario ha fatto bene a sollevare, e farà bene a non lasciar cadere.

Un gran lavoro resta dunque da compiere. Man mano che si procede, ci si rende sempre più conto della impossibilità pratica di perseguire un disegno nazionalistico nel campo della politica monetaria, come negli altri. Il disegno gollista, che si è appoggiato, per criticare l'ordine attuale, ad un superbo apparato tecnico (ed i lettori, anche ignorando la scuola dei monetaristi francesi, potranno rendersene conto facilmente leggendo queste pagine) è fallito, o sta fallendo sotto i nostri occhi, nella sua parte costruttiva. Difficilmente assisteremo, infatti, al ritorno ad un sistema aureo, nella sua forma rigorosamente pura, reclamata qualche anno fa dal gen. De Gaulle; *soprattutto, sembra scongiurata definitivamente la probabilità di una svalutazione drastica (50, o 100%!) del dollaro, rispetto all'oro*. Questo evento, al quale la Banca di Francia si era lungamente preparata durante anni, non avverrà anche se, come abbiamo visto, sono possibili, e forse probabili, ritocchi del 5-10%.

⁹ Comunicato ANSA in « Corriere della Sera » del 2-10-1968.

¹⁰ Samuel Britton, *Special Drawing Rights. How «Trayser gold» Should work*, « The Financial Times », 23 aprile 1968.

Il problema dell'ordine monetario internazionale è infatti essenzialmente pragmatico, e per questa sua caratteristica si oppone ad ogni concezione astratta, e quindi, in primo luogo, all'astratto concetto di Stato nazionale sovrano, che è la creazione piú diabolicamente distruttiva che sia mai uscita dalla testa dell'uomo. Nell'ambito di questo pragmatismo, non solo esiste oggi, di fatto, una sorta di cooperazione internazionale fra i banchieri centrali, ma non manca chi già prefigura una sorta di banca centrale internazionale, che, a somiglianza delle banche centrali nazionali, assicuri unitarietà di svolgimento alla politica monetaria fra i paesi del mondo. È un sogno? Forse, ma non è fatto privo di valore che tali sogni siano stati partoriti dalle piú alte autorità scientifiche nel campo monetario. La circostanza che, negli ultimi mesi, le politiche americane e inglesi siano andate ordinandosi secondo schemi di aggiustamento tradizionali, e sui quali si insisteva soprattutto da parte dell'opinione, diciamo cosí, conservatrice, non solo non contraddice, ovviamente, alla tesi di coloro che si oppongono al ritorno all'oro, ma, in sé, tali atti non ci allontanano, bensí ci avvicinano al giorno in cui si potrà parlare di assetti monetari internazionali senza l'affanno e la tensione di oggi.

MARIO DEL VISCOVO

Roma, Istituto Affari Internazionali
ottobre 1968

La riforma monetaria e il prezzo dell'oro

Premessa

La conferenza organizzata dal Centro di Bologna sull'Oro e sulla Riforma Monetaria Internazionale, da cui ha avuto origine questo volume, si è tenuta nella rappresentanza europea della Johns Hopkins University's School of Advanced International Studies a Bologna, a metà gennaio 1967. Sia il momento che il luogo dell'incontro sono stati elementi che hanno contribuito alla sua vivacità e al suo successo. L'esperienza accumulata nei mesi precedenti aveva incominciato a mettere in luce taluni elementi di perturbazione nelle riserve monetarie internazionali, donde un nuovo motivo per ricercare una soluzione accettabile del grave problema della riforma monetaria internazionale. Il dialogo che si è svolto fra i vari partecipanti ha assunto toni vivaci ed il tenore delle opinioni ufficiali è stato man mano sempre più influenzato dalle rispettive preoccupazioni nazionali. Il Centro di Bologna il quale riunisce laureati e docenti europei e americani, reagisce come un sensibile barometro alle variazioni di pressione internazionale, offrendo quella atmosfera intellettuale che ha portato ad un dibattito vivace e meditato tra gli esperti presenti. La conferenza si è sviluppata secondo un piano il quale, pur non essendo del tutto originale, differiva da quelli abitualmente seguiti negli ultimi anni. I testi non erano stampati e disponibili per i partecipanti in anticipo. A cinque eminenti personalità è stato chiesto di parlare liberamente, con o senza l'ausilio di manoscritti e quindi di confrontare le rispettive opinioni in un aperto dialogo alla presenza dei loro colleghi. Tre di essi (Edward M. Bernstein, Jacques Rueff e Robert Triffin) sono i principali rappresentanti di differenti scuole, sulla questione della riforma monetaria internazionale; uno (Milton Gilbert) è un eminente tecnico nelle cui mani è il polso del sistema monetario internazionale; l'ultimo (Lord Robbins) è uno dei maggiori economisti viventi, rispettato e stimato in tutto il mondo per la sua saggezza non meno che per la qualità della sua dottrina. È stato Lord

Robbins che, con la sua introduzione alle discussioni, ha dato il tono alla conferenza e che, con la sua presenza e con i suoi interventi, ha mantenuto la conferenza stessa su un piano di estrema obiettività.

L'idea della conferenza è nata nel febbraio 1966 nel corso di una colazione, dopo il seminario che il professor Randall Hinshaw aveva organizzato presso il Centro di Bologna. Era ospite in questa occasione Philip Cortney a tutti noto per essersi seriamente dedicato allo studio dei problemi monetari internazionali. Le sue osservazioni, svolte nel corso del seminario avevano suscitato tante discussioni fra gli studenti e i professori del Centro che, nel corso della colazione, fu suggerita l'opportunità di riunire i maggiori protagonisti della riforma monetaria internazionale per un aperto dialogo e un dibattito. Mr. Cortney fu attratto dall'idea, ed entro pochi mesi fu deciso di attuare il proposto incontro. Nel luglio 1966 le linee fondamentali della conferenza si erano delineate e da allora Mr. Cortney e il prof. Randall Hinshaw hanno lavorato indefessamente per realizzarla. Il debito di gratitudine verso entrambi è veramente notevole.

Senza Mr. Cortney non sarebbe stato possibile realizzare una conferenza come questa. Essa è il risultato del suo pensiero e della sua conversazione. I fondi che il Centro di Bologna ha ricevuto per il finanziamento della conferenza sono dovuti ai suoi buoni uffici. A parte tutto ciò, egli ha dedicato infaticabilmente il suo tempo e la sua energia per la pianificazione e la preparazione di tutte le fasi di questa conferenza.

Il professor Hinshaw ha realizzato la pianificazione della conferenza nell'estate del 1966 e, con pazienza e grande abilità, ne ha curato tutti i dettagli. Egli è anche andato oltre, assumendosi e portando a termine l'importante ed impegnativo compito dell'edizione di questo volume.

Un debito di gratitudine sussiste anche verso Mr. Donald H. McLaughlin e Mr. Willard L. Thorp che hanno presieduto la conferenza e guidato magistralmente il suo svolgimento.

Un ringraziamento è certo dovuto ai membri della direzione del Centro di Bologna che, in molti modi, hanno contribuito ad assicurare il buon svolgimento della conferenza, specialmente alla sig.ra Geltrude Pellegrini che in undici anni di lavoro presso il Centro ha acquisito una notevole competenza professionale per l'organizzazione e la condotta di conferenze.

La sig.na Carolin Kelly, una studentessa del Centro, è stata di grande aiuto nella redazione del testo.

C. GROVE HAINES

Bologna, 2 giugno 1967

I. Introduzione

di Randall Hinshaw

Questo volume non è il resoconto di una conferenza. La conferenza del Centro di Bologna non è stata concepita al fine di raccogliere unanimi consensi ed agli invitati, fin dall'inizio, è stata data assicurazione che non si sarebbe fatto alcuno sforzo in tal senso. In verità, senza tale assicurazione sarebbe stato impossibile riunire insieme un gruppo così rimarchevole come quello che ha accettato di parteciparvi, un gruppo scelto intenzionalmente per i suoi divergenti punti di vista. Proposito della conferenza, invece, era esplorare, con la maggior profondità possibile la documentazione attualmente esistente in materia di politica monetaria internazionale, documentazione che Lord Robbins ha abilmente descritto come materia di « stupefacente difficoltà intellettuale ». In particolare, si era sperato che riunendo in una stessa stanza gli autori delle principali proposte per una riforma — Edward M. Bernstein, Jacques Rueff e Robert Triffin — ed offrendo loro l'opportunità non soltanto di ribadire le proprie posizioni, ma di intraprendere un dialogo aperto in presenza di altre eminenti autorità, sarebbero venuti alla luce i punti di accordo e di disaccordo. Questa speranza è stata abbondantemente esaudita. Il dialogo stesso è testualmente riprodotto nel cap. VII. Si è manifestato un sorprendente grado di accordo sulla diagnosi delle attuali difficoltà anche se non, naturalmente, sulla politica da svolgere. La conferenza del Centro di Bologna in origine è stata concepita come uno sforzo per esplorare il futuro ruolo dell'oro nelle transazioni monetarie internazionali, con particolare riguardo al prezzo dell'oro. Con lo sviluppo del piano della conferenza prese forma un obiettivo più ambizioso: riesaminare le principali alternative in materia di riforma monetaria mondiale, alla luce delle circostanze attuali che, per alcuni aspetti importanti, sono radicalmente diverse da quelle prevalenti agli inizi degli anni '60. La modificazione più importante consiste nel fatto che le riserve monetarie mondiali nelle forme tradizionali

non aumentano più. Le riserve auree mondiali che durante il periodo post-bellico erano andate aumentando ad un tasso molto inferiore a quello del valore in oro del commercio internazionale, attualmente sono diminuite (1966). Malgrado il livello record della produzione di oro, l'ammontare di oro tesaurizzato o affluito agli usi industriali, in rapida espansione, è stato superiore alla produzione del 1966. Un'altra delle principali forme di riserva — i depositi di dollari presso le banche centrali — è anch'essa andata diminuendo nel corso del 1966 dopo un accrescimento ad un tasso notevole durato per parecchi anni. L'arresto dell'espansione delle riserve di oro e dollari significa due cose. Per il mondo nel suo complesso indica che urge provvedere ad un ordinato incremento delle riserve per realizzare la espansione della produzione e del commercio mondiale. Per gli Stati Uniti indica la fine dei « deficit senza lacrime ». Del deficit complessivo, per tutti i pagamenti (sulla base delle « transazioni della riserva ufficiale ») di 20 miliardi di dollari lordi, dal 1949, gli Stati Uniti hanno « pagato » circa la metà in dollari a banche centrali estere, e per molti anni la frazione è stata molto superiore alla metà. Mentre questa situazione perdurava, molti negli Stati Uniti resistettero all'idea che fosse necessario un drastico cambiamento nel sistema monetario internazionale. In verità, vi furono alcuni che considerarono il finanziamento del deficit mediante la cessione di dollari come una forma di « aiuto estero di ritorno » il quale forniva agli Stati Uniti risorse totali alquanto superiori al reddito corrente, aiutando quindi, tra l'altro, a conservare la stabilità dei prezzi negli Stati Uniti. Il loro consiglio, in effetti, era di non preoccuparsene, anzi di sfruttare la situazione, cercando in qualche modo di continuare indefinitamente su questa via. Una tale procedura, si argomentò, rendeva un servizio sia agli Stati Uniti, sia, incrementando le riserve estere, al resto del mondo.

Questo modo di pensare, comunque lo si voglia oggi giudicare, non poteva giocare alcun ruolo in una conferenza da tenersi nel 1967, giacché le premesse su cui era basato non risultavano più corrispondenti alla realtà. L'era dei deficit senza lacrime era superata. In verità sussisteva la possibilità che potesse essere seguita da un'era di pareggio della bilancia dei pagamenti degli SU, od anche di eccedenza, ma *con lacrime*. In termine di transazioni registrate dalla riserva ufficiale, la bilancia dei pagamenti degli SU nel 1966 risultò leggermente attiva e ciò invece di indurre ad una importazione di oro, fu accompagnata da una uscita di oro di circa mezzo miliardo di dollari.

Tenuto conto di queste variazioni delle circostanze, è stato inevitabile che il *gold-exchange standard*, che ha svolto un ruolo così importante nella finanza internazionale del dopoguerra, fosse sottoposto ad un severo esame. Tale riesame è stato eseguito da due punti di vista: in relazione al cosiddetto problema della fiducia, e, in secondo luogo,

in relazione al problema dell'assetto internazionale. Il primo problema riguarda il *gold-exchange standard* come meccanismo sempre piú instabile — a voler essere drammatici — come un castello di carte che una piccola scossa può far crollare o, cambiando metafora, come un pallone troppo gonfiato che può scoppiare da un momento all'altro.

Questo tipo di considerazioni costituisce una parte importante del pensiero di Robert Triffin, ed influisce, anche se non in gran parte, sui suoi punti di vista circa la riforma monetaria internazionale. La sua proposta, di istituire una banca centrale mondiale in cui i depositi delle banche centrali nazionali dovrebbero sostituire le attuali riserve in dollari e sterline, è in primo luogo (anche se naturalmente non soltanto), destinata a risolvere il problema della fiducia.

Le stesse considerazioni risultano preminenti nel pensiero di Jacques Rueff. Dal punto di vista di Rueff, il *gold-exchange standard* è un tumore maligno che cresce nel sistema monetario internazionale, un « cancro ». Secondo Rueff è una malattia a causa della sua instabilità e perché interferisce con il meccanismo delle compensazioni internazionali. Per entrambe queste ragioni Rueff vorrebbe raddoppiare il prezzo dell'oro. L'aumento del prezzo dell'oro consentirebbe di sostituire con dell'oro, senza deflazione, le riserve esistenti in dollari e sterline e, se l'aumento è accompagnato da misure che assicurino uno stretto legame tra l'oro e le disponibilità di valuta nazionale, ristabilirebbe un efficiente meccanismo di adattamento delle rispettive politiche monetarie nazionali.

L'attenzione dedicata al problema del riequilibrio della politica monetaria internazionale ha costituito una caratteristica fondamentale e piuttosto imprevista della conferenza. I partecipanti che hanno espresso le loro opinioni a questo proposito possono venir divisi in due gruppi, e nell'ambito di ciascun gruppo vi sono notevoli divergenze di opinioni. Un gruppo che comprende Jacques Rueff, J. E. Meade, John Exter e Maurice Allais vorrebbe introdurre un meccanismo che consenta un continuo adattamento e quindi in grado di prevenire eventuali gravi squilibri. Rueff vorrebbe realizzarlo ristabilendo il « classico » *gold standard*, in particolare ristabilendo uno stretto legame tra i flussi dell'oro e l'offerta di moneta nazionale, mentre Meade vorrebbe raggiungere lo stesso obiettivo introducendo tassi di cambio piú flessibili. Questo gruppo ha manifestato la tendenza a considerare il livello e il tasso di accrescimento delle riserve internazionali come un problema di secondaria importanza. L'altro gruppo, d'accordo con Rueff circa i tassi di cambio che vorrebbero fossero fissi, ad eccezione delle condizioni di forza maggiore, è apparso meno interessato alla rapidità degli adattamenti e piú interessato, invece, alla facilità ed alla penosità di tali adattamenti. Sia Triffin che Bernstein fanno parte di questo secondo

gruppo, e Bernstein sostiene che la sola ragione d'essere del discorso circa le riserve è quella « di rendere piú facili gli adattamenti ».

È facile semplificare troppo ed io l'ho fatto spesso fin qui. Rueff senza dubbio sosterebbe che un processo di continuo adattamento, con tassi di cambio fissi, non necessariamente sarebbe dannoso, giacché gli squilibri nei pagamenti raramente raggiungono entità rilevanti. Un tale sistema tuttavia, nella misura in cui funziona, è largamente influenzato dalle vicende internazionali — in verità in queste vicende consiste il suo modo di funzionare — e quando i prezzi all'estero tendono a crescere o a diminuire, un continuo adattamento a tassi di cambio fissi rende necessaria una considerevole instabilità dei prezzi interni. Quando i prezzi all'estero tendono a crescere, un paese senza sua propria colpa, si troverà sottoposto ad una pressione inflazionistica, quando i prezzi all'estero tendono a diminuire sarà sottoposto ad una pressione deflazionistica. In verità, con la politica monetaria essenzialmente passiva implicata da questa procedura, l'inflazione o la deflazione si verificherebbero automaticamente e, finché i tassi di cambio sono fissi, ci si può opporre soltanto mediante misure che interferiscano con il meccanismo di adattamento. Meade vorrebbe aggirare questa difficoltà consentendo al tasso di cambio di salire o scendere. Bernstein e Triffin aggirerebbero la difficoltà attribuendo una minore importanza ad un adattamento continuo ed una maggiore importanza alla creazione di riserve adeguate o alla facilitazione del credito internazionale. Essi sembrerebbero d'accordo con il punto di vista espresso in altra sede da Sir Roy Harrod, che è necessario un tempo considerevole perché un aggiustamento abbia successo e che una eccessiva importanza attribuita alla rapidità di tali aggiustamenti, è causa di disagi non necessari¹. Questa conclusione è certamente persuasiva nei casi in cui le forze sottostanti ai sistemi coinvolti operano nella direzione richiesta: per esempio, nel caso in cui un paese deficitario operi per mantenere il livello dei prezzi stabile, mentre i prezzi all'estero sono gradualmente crescenti. In un caso del genere la migliore soluzione può consistere nel fornire al paese l'assistenza di una riserva fino allo scomparire del deficit con l'estero.

Ma supponiamo che alcune influenze estere di lungo periodo siano di tipo tale da incrementare, anziché ridurre, lo squilibrio: che fare allora? In casi di questo tipo, fornire aiuti attraverso mezzi di riserva, può soltanto dilazionare ed esaltare quella pena che Bernstein abilmente definisce come: « la piú famosa di tutte le procedure di adattamento, il letto di Procuste ». In questa situazione una variazione nel tasso di cambio può essere la sola politica soddisfacente; e si arriva allora alla domanda se un continuo adattamento a mezzo di un tasso di cambio

¹ Sir Roy Harrod, *Reforming the World's Money*, London, MacMillan, 1965, specialmente il cap. I.

flessibile non sarebbe meno doloroso e distruttivo. In relazione a ciò non è rilevante obiettare al Meade che i tassi flessibili probabilmente non vanno bene per un paese il quale persegua una politica inflazionistica giacché Meade prevede questo caso indicando precise prescrizioni per questi paesi: mantenere una stabilità di prezzi interni (più un alto livello di occupazione ed un sano tasso di accrescimento) in un mondo in cui gli altri paesi possono seguire una politica fiscale o monetaria poco accorta.

Senza pronunziarmi su questo argomento, vorrei tuttavia precisare che gran parte delle critiche empiriche rivolte al sistema dei tassi di cambio fluttuanti sono basate su episodi patologici relativi ad economie fortemente sconvolte dalla guerra, in particolare dopo la prima guerra mondiale². Per interessante che sia, questo ricordo illumina di poca gloria la saggezza di una politica di tassi flessibili, quando è applicata a paesi nei quali, in condizioni più vicine alla normalità, viene seguita una politica fiscale e monetaria interna che mira al raggiungimento di un elevato livello di occupazione, di sviluppo e di stabilità dei prezzi. Considerazioni simili si possono fare esaminando l'argomentazione di Robert Triffin nel capitolo IX contro il sistema dei tassi flessibili. Questa argomentazione che è persuasiva nei suoi termini di riferimento, si riferisce ad un paese il quale *non* segue una politica che mira alla stabilità dei prezzi interni, ma invece commette « errori » sia nel senso dell'inflazione che nel senso della deflazione; allo stesso modo questa argomentazione ha poco peso nell'analisi del Meade che poggia sul presupposto che errori di questo genere vengono commessi non all'interno, ma all'estero.

Dire di più significherebbe interferire oltre misura con quanto i partecipanti alla conferenza hanno in maniera superba saputo dire per proprio conto. Può essere utile tuttavia illustrare brevemente il piano del volume. L'introduzione è seguita da un indirizzo di Lord Robbins nel quale vengono illustrate le principali procedure e le principali alternative circa l'evoluzione della politica monetaria internazionale. Con ammirevole ed equilibrata sensibilità questo articolo fa il punto sulla conferenza. Segue un'analisi abile e chiarificatrice di Milton Gilbert sull'attuale situazione della liquidità internazionale. I tre capitoli successivi (IV, V, VI) contengono i rapporti di Jacques Rueff, Robert Triffin ed Edward Bernstein. In effetti ribadiscono le posizioni rispettivamente assunte all'inizio del 1967. Segue un dialogo a tre, fra Rueff, Triffin e Bernstein che, come già abbiamo detto, è riprodotto testualmente nel capitolo VII. Nel capitolo VIII Otmar Emminger fornisce

² Per esempio vedere Ragnar Nurkse, *International Currency Experience: Lessons of Interwar Period*, Princeton, League of Nations, 1944, soprattutto il cap. V che è veramente illuminante.

un rapporto chiarificatore del pensiero del « Gruppo dei Dieci » con particolare riferimento ad un eventuale aumento del prezzo dell'oro. Segue ancora un capitolo in cui tre noti esperti dell'oro — William Busschau, Donald H. McLaughlin e Michael Spieler — illustrano le loro conclusioni circa l'effetto di un aumento del prezzo dell'oro sulle riserve auree mondiali, sia per l'effetto che tale aumento potrebbe avere sulla produzione dell'oro, sia riguardo all'accumulazione dell'oro. Nel capitolo X altri sette membri della conferenza, a cominciare dal professor Meade, illustrano i rispettivi punti di vista sulla riforma monetaria internazionale. L'ultimo capitolo inizia con una saggia sintesi del dibattito così come esso apparve all'inizio della sessione conclusiva, a cura di Lord Robbins. Questa sintesi, in cui sono formulati numerosi quesiti che necessitavano di ulteriori chiarimenti, è seguita dalle considerazioni conclusive di Rueff, Bernstein e Triffin.

II. Procedure e alternative

di Lord Robbins

Il compito che mi è stato assegnato consiste nel fornire una base alla discussione che seguirà fra gli esperti. Per questo io mi propongo in primo luogo di spaziare un poco sulla natura del problema monetario internazionale, quindi di indicare alcune caratteristiche peculiari ai fatti storici antecedenti alle attuali manifestazioni di questo problema, per abbandonarmi infine ad alcune riflessioni di largo respiro sulle principali soluzioni che probabilmente vale la pena di prendere in considerazione.

I.

Consentitemi anzitutto di rilevare la tremenda ovvietà che il problema sorge per il fatto che non esiste una moneta comune ed un comune controllo della moneta. Non esiste un'unica unità con cui misurare l'entità dei nostri debiti o con cui stipulare i nostri contratti. Non c'è un organismo che regoli il potere di acquisto disponibile sia attraverso una singola moneta che attraverso le differenti monete che circolano nell'economia del mondo libero, considerato come un insieme. Malgrado l'estrema banalità di queste due proposizioni, io credo valga la pena enunciarle esplicitamente giacché da esse derivano immediata-

Per la molteplicità d'interessi la carriera di Lord Robbins ricorda quella di Lord Keynes. Dal 1929 al 1961 egli è stato professore di economia alla London School of Economics. Come presidente del « Financial Times » egli rappresenta una forza del giornalismo economico inglese. È direttore della Royal Opera House, Covent Garden e amministratore della National Gallery e della Tate Gallery. Durante la II guerra mondiale è stato a capo della sezione Economica degli uffici del Gabinetto di Guerra. È stato presidente del Prime Minister's Committee on Higher Education, presidente della British Academy e della Royal Economic Society. I numerosi volumi da lui pubblicati comprendono: *The Nature and Significance of Economic Science*, *The Economist in the Twentieth Century*, *Politics and Economics*, o *The Theory of Economic Policy in Classical Political Economy*.

mente le due principali deficienze della situazione presente: la mancanza di una compensazione automatica, a tassi di cambio fissi, tra le spese effettuate in aree diverse e la mancanza di un efficace controllo delle spese di tutto il mondo libero considerato nel suo complesso. La mancanza di un meccanismo di compensazione automatica è abbastanza ovvia. Io penso tuttavia che noi spesso trascuriamo la sua implicazione più significativa, cioè che le difficoltà della bilancia dei pagamenti, le quali costituiscono una delle persistenti caratteristiche della scena contemporanea, sono di per se stesse essenzialmente difficoltà del mercato dei cambi. Non c'è bisogno di dire che le cause principali di tali difficoltà possono trarre origini in aree di gran lunga più ampie: da variazioni dell'offerta di moneta sia all'interno che all'estero, da variazioni nei rapporti di costi o di domanda, da variazioni nei flussi del risparmio o degli investimenti. Ma soltanto se vi sono differenti monete queste cause si riflettono in difficoltà nella bilancia dei pagamenti. Una moneta comune non implica eguali tassi di sviluppo in ogni parte dell'area monetaria; essa non garantisce l'assenza di variazioni che possono determinare un declino in qualcuna delle parti, contemporaneamente con un rapido avanzamento in altre; essa quindi non fornisce una soluzione per i difficili problemi di natura sociale associati con questi movimenti. Ma ciò significa (non soltanto per definizione, ma anche a causa degli effettivi contrasti tra transazioni interne ed estere che si riscontrano dove non prevale una moneta unica), assenza di particolari difficoltà nel procurarsi speciali mezzi di pagamento. A questo proposito non posso fare a meno di citare David Hume, il cui saggio meraviglioso sulla bilancia commerciale, scritto verso la metà del diciottesimo secolo, contiene la maggior parte di quanto conosciamo (o dovremmo conoscere) a questo riguardo:

Come viene regolato l'equilibrio degli scambi fra le differenti province di un paese, se non in forza del principio che è impossibile che la moneta si allontani dal livello che le è proprio, sia nel senso di salire, sia in quello di scendere al di sotto dei rapporti esistenti tra beni materiali e lavoro nelle varie province? A questo proposito, se non fosse per il fatto che l'umanità ha pagato un pesante contributo di esperienza, a quante melanconiche riflessioni dovrebbe essere indotto un abitante dello Yorkshire qualora computasse le somme spese a Londra per tasse, assenze dal lavoro, beni di consumo, e trovasse che quanto ottiene è di qualità inferiore? E senza dubbio se l'Eptarchia fosse sopravvissuta in Gran Bretagna, gli organi legislativi di ciascuno stato sarebbero stati sempre in allarme per il timore di una bilancia commerciale avversa; ed è probabile che l'inimicizia reciproca di questi stati sarebbe stata estremamente violenta a causa della loro vicinanza, e che avrebbero anche ostacolato ed oppresso il commercio con precauzioni superflue dovute alla gelosia reciproca.

Hume tentava di dimostrare come sia improbabile che si verifichino squilibri nella bilancia dei pagamenti se si impiega ciò che Viner ha definito come il circolante-merce. Ma egli non trascurò di osservare che,

qualora vi siano nelle differenti aree nazionali centri di creazione del credito indipendenti, l'automatismo cessa.

L'assenza di un controllo comune ha implicazioni ancora più complesse. Non vi sarebbe bisogno di aggiungere che l'assenza di un controllo implica anche assenza di una comune politica per quanto riguarda la domanda globale. È infatti concepibile che, anche in assenza di un controllo comune, se le singole autorità nazionali indirizzassero le rispettive politiche finanziarie al mantenimento dell'equilibrio negli scambi con l'estero, finirebbero per raggiungere lo scopo di controllare la domanda globale. Questo era in realtà quanto diceva la teoria del *gold standard*, anche se si può ammettere che fosse una teoria libresca. Ma, senza questo coordinamento, un tale indirizzo esclude politiche capaci di fronteggiare gli alti e bassi del commercio e dell'occupazione. La convertibilità a tassi fissi può essere mantenuta. Si verificherebbero però inflazioni o deflazioni nel complesso dell'economia mondiale. Ma a parte tutto ciò, l'assenza di un controllo comune complica il problema degli stessi adattamenti, per una ragione che non è sempre chiaramente avvertita, cioè per il fatto che tale assenza di controllo preclude una qualsiasi chiara formulazione di regole del gioco internazionale. In un sistema in cui non vi sia uno stato *generale* di inflazione o deflazione, sarebbe possibile dettare abbastanza semplicemente norme di questo tipo. Se la bilancia dei pagamenti è negativa, potrebbe esserci una contrazione negativa, non necessariamente assoluta; se la bilancia è positiva si seguirebbe una regola inversa. Ciò significa, semplicemente, che le variazioni nelle valutazioni relative dei vari prodotti nazionali di beni e servizi sono riflesse dai relativi flussi monetari: essi sono movimenti positivamente equilibratori nell'ambito di un sistema generale in cui inflazione e deflazione sono assenti: e la richiesta che tali movimenti avvengano costituisce una seria formulazione dei principi del gioco internazionale.

Ma supponiamo ora che una sfavorevole posizione della bilancia dei pagamenti di un dato paese sia dovuta ad un processo di deflazione che si sta verificando all'estero, oppure che sia un sintomo che si sta avviando un processo inflazionistico. Quali sono le regole in questo caso? Le autorità di un'area nazionale sono obbligate forse ad importare la deflazione o l'inflazione, a contrarre o ad espandere i propri prezzi e i propri redditi, non perché debbano far fronte a termini favorevoli o sfavorevoli nei riguardi dell'offerta e della domanda internazionali, ma piuttosto perché altrove, un'altra autorità o altre autorità, stanno subendo inadeguate contrazioni o espansioni, determinatesi per proprio conto? La mia esposizione è del tutto astratta. Ma io sono certo che essa trova una sua aderenza alle condizioni reali non del tutto assenti nella storia monetaria internazionale dopo la prima guerra mondiale.

A questo punto è necessario tener conto del punto di vista che

niente di tutto questo si sarebbe verificato, qualora le autorità nazionali fossero state preparate a lasciare i rispettivi cambi liberi di adattarsi a qualunque tasso fosse stato fissato dal gioco dei mercati internazionali. Si è argomentato che la sovranità nazionale nel controllo dell'offerta di moneta è una necessità vitale, inevitabile. L'impiego di questo controllo per provvedere ad ogni sorta di scopi che non erano compatibili con l'esistenza di rapporti di cambio fissi, non è cosa del tutto inconcepibile a questo mondo. Quanto sarebbe meglio quindi riconoscere questo stato di fatto; se, invece di creare problemi di adattamento derivanti dal tentativo di mantenere i tassi di cambio fissi, noi lasciassimo i tassi liberi di fluttuare, tutto andrebbe bene. È importante sottolineare che non tutti coloro che argomentano a favore di tassi fluttuanti o aggiustabili in circostanze particolari, ed io sono del loro avviso, accetterebbero la seguente posizione estrema: un mondo in cui i tassi sono fluttuanti liberamente, è un ideale ultimo, piuttosto che un « rimedio » da adottare in alcune situazioni di emergenza. Ma sarebbe un errore sottovalutare il contributo che potrebbe essere dato a questa tesi da alcune delle più eminenti personalità contemporanee.

Prima di giudicare del realismo di questo proposito, vorrei toccare un aspetto ideologico. Si è argomentato talvolta che questa è una soluzione essenzialmente *liberale* dei nostri problemi; che il liberalismo poggia essenzialmente sul libero gioco dei mercati; e che pertanto i cambi fluttuanti liberamente costituiscono una caratteristica essenziale di un mondo in cui non c'è una moneta ed un controllo comuni. Sono stato spesso attaccato con questa argomentazione da amici che suppongono che ciò sia particolarmente congeniale al mio modo di pensare.

Sono assolutamente pronto a riconoscere che lasciare che un cambio fluttui liberamente piuttosto che ingenerare confusione con ogni sorta di controlli, sia una politica più liberale, se i termini in alternativa fossero questi. Ma non sono disposto ad ammettere che un mondo con cambi fluttuanti sia una soluzione liberale del problema monetario internazionale. Piuttosto è vero il contrario; infatti dovrebbe essere chiaro che il prolungamento nel tempo di tale stato di cose dipenderebbe dalla pratica, essenzialmente illiberale, di proibire o rendere nulli i contratti che fossero stipulati con una qualsiasi moneta diversa da quella nazionale. In un mondo con cambi fluttuanti, se i contratti fossero effettivamente liberi, essi verrebbero negoziati sempre di più in termini di quella moneta che si presume fluttuerà meno; ed eventualmente tutte le monete, meno una, verrebbero eliminate. Questo non è frutto di immaginazione teorica. La tendenza verso una moneta internazionale si manifestò chiaramente nei giorni in cui l'oro e l'argento ancora circolavano l'uno accanto all'altro. E noi sappiamo che attualmente, e non per legge, i contratti vengono stipulati sempre più con le monete che si presumono siano più stabili. Certamente vorrei aver chiesto che il

mio stipendio di accademico e la mia pensione fossero pagati in dollari o franchi svizzeri. L'intero sistema di monete nazionali indipendenti non è fondato sulla libertà ma su drastiche proibizioni. Uno sguardo alla storia finanziaria degli ultimi trentacinque anni non può fare a meno di sottolineare l'importanza delle decisioni giuridiche che hanno invalidato la clausola oro nelle transazioni commerciali in numerose aree.

Ma a parte l'ideologia, per me è chiaro che un sistema di tassi fluttuanti tra le aree nazionali esistenti non è valido in via permanente. Ed è giusto che non lo sia. Non dirò nulla di quelle che a mio giudizio sono le terrificanti potenzialità inflazionistiche di un tale sistema. Ma voglio sottolineare l'implicita improbabilità della sua persistenza, senza che si verifichi una tendenza a cambiamenti che implicherebbero il suo abbandono. Vi prego di rilevare che io non ho alcuna obiezione, ed insisto su questo punto, contro il principio di un tasso fluttuante come sostituto temporaneo di una svalutazione definitiva di una moneta, perché il primo sistema, in alcuni casi, può essere preferibile. E neppure nego la possibilità di un tasso fluttuante in permanenza tra i due giganteschi blocchi mondiali come l'area del dollaro e forse l'Europa, compresa l'area della sterlina. Ma io nego l'agibilità di un sistema in cui tutte, o almeno la maggior parte, delle monete esistenti fossero libere di fluttuare reciprocamente fra loro. Lo nego in considerazione della impossibilità pratica di lavorare in un mercato dei cambi, in cui non esista un punto di riferimento fisso. Lo nego in termini di disposizione delle banche centrali e delle autorità monetarie del mondo a continuare a lavorare con tale sistema.

La realtà è che, malgrado la tendenza dei governi a perseguire politiche interne le quali ultimamente si sono rivelate fonti di sostanziali squilibri internazionali, c'è qualcosa, nella natura delle operazioni delle banche centrali, che rifugge con orrore dalla instabilità dei valori iscritti all'attivo nei propri bilanci, e che sarebbe implicita alla esistenza di cambi fluttuanti. Tutto ciò mi ha fatto, da sempre, una ben strana impressione, quasi che i sostenitori di questo sistema impiegassero modelli in cui i vari tipi di moneta utilizzati fossero ad esempio le ossa di « uccello del paradiso » di B. M. Anderson oppure i duri, lucenti meteoriti di Marshall, cioè tutti oggetti disponibili in quantità rigidamente fisse, capaci di funzionare come incontrovertibile mezzo di pagamento, senza alcuna aggiunta delle altre funzioni inerenti al capitale o al credito. Forse in tali circostanze tutto andrebbe bene. Ma non sono queste le circostanze che si riscontrano nel mondo moderno; ed io penso che se domani stesso partissimo da zero, con tutte le varie monete del mondo libere di fluttuare reciprocamente fra loro, non passerebbero molte settimane e inizierebbero gli accordi necessari per legare i rapporti di cambio tra un certo numero di monete a quelli istituiti fra le monete che si prevede fluttueranno di meno, e donde tutti i problemi di manteni-

mento di equilibrio tra le maggiori aree a tassi fissi che si sarebbero in tal modo create. E non passerebbe molto tempo, e le autorità delle aree più ampie riuscirebbero a trovare le intese necessarie per mantenere la stabilità dei tassi fra le monete di cui essi sono in ultima analisi responsabili. Si tornerebbe di nuovo agli errori presenti, quando in ciascuna area ove si ha una sovranità monetaria l'opinione pubblica è divisa, fra un partito favorevole ad un'azione indipendente, e un altro partito che si ribella alle conseguenze derivanti da questa tendenza.

II.

È stato per risolvere questo problema che nell'estate del 1944 alla conferenza di Bretton Woods fu progettato l'attuale strumento di collaborazione internazionale, il Fondo Monetario Internazionale, che venne successivamente realizzato nella primavera del 1946 alla conferenza dell'Avana. Criticherò alcuni aspetti di questa istituzione con quanto dirò in appresso. Vorrei però dire per ora che considererò sempre la sua creazione come una delle più notevoli manifestazioni di idealismo costruttivo nella storia delle relazioni internazionali. Forse nessuno che non abbia vissuto i giorni e le notti piene di ansie durante le quali si svolsero le contrattazioni e i negoziati, nella sede del Tesoro degli SU ad Atlantic City e a Bretton Woods stesso, può capire dagli aridi atti congressuali e dagli ancor più scarni statuti e regolamenti che ne risultarono, l'atmosfera in cui nacque il FMI. Ma come un componente, ancora vivente, della delegazione del Regno Unito, vorrei pagare un tributo alla guida, all'obiettività e all'infinita ricchezza di risorse intellettuali degli autori americani del piano e, in particolare al mio caro amico Edward Bernstein, un vero uomo di buona volontà con la sua umanità oltre che grande esperto, se mai ve n'è stato uno.

Gli elementi principali di questo piano sono due: una mobilitazione della liquidità internazionale ed un meccanismo per guidare ordinatamente l'adattamento dei tassi di cambio. La mobilitazione della liquidità internazionale avviene sotto forma di una quota di sottoscrizione, determinata mediante una formula abbastanza complessa, che tiene conto sia delle condizioni economiche generali sia della posizione di ciascun paese nel commercio mondiale, e che è pagabile parte in oro, e parte in moneta nazionale. Queste sottoscrizioni comportano il diritto di contrarre prestiti con varie modalità, che eventualmente possono raggiungere l'ammontare normale netto del 100% della quota. La scelta di questa soluzione, piuttosto che la forma più semplice proposta dal Keynes di costituire un'unità destinata a funzionare come stanza di compensazione, con una moneta internazionale, ed in più con diritti di prelievo, dipese dalla riluttanza, del tutto comprensibile, degli Stati Uniti, che a quel tempo erano uno dei paesi che prevedevano di regi-

strare una eccedenza nel commercio internazionale, di assumere la responsabilità illimitata di finanziare i prelievi che sarebbero stati compiuti dagli altri paesi. Tuttavia tenuto conto delle limitazioni inerenti ad una struttura di questo tipo, esso offrì, a beneficio dei membri in temporanea difficoltà, aiuti in termini di riserve, sotto una forma di intervento, quali mai sistematicamente erano stati disponibili prima.

Per quanto riguarda il meccanismo ideato per giungere ad un adattamento ordinato, va ricordato che un obiettivo principale del Fondo è stato quello di promuovere la stabilità dei cambi. Data la maggiore entità di risorse disponibili attraverso il credito, si sperò che i membri sarebbero stati in grado di condurre i loro affari in modo da evitare squilibri eccessivi. Le facilitazioni dovevano essere riguardate non come una licenza per seguire politiche contrarie all'equilibrio verso l'estero, ma piuttosto come un ampliamento della zona di manovra in cui cercare le cause impreviste di squilibrio. Ci si rese conto, inoltre, che potevano darsi occasioni in cui ciò non sarebbe stato sufficiente, occasioni in cui l'equilibrio avrebbe potuto essere stabilito solo a prezzo di lunghe e dannose contrattazioni; e proprio per far fronte a simili eventualità si provvide ad una regolamentazione del meccanismo di variazione dei rapporti di cambio, i quali essendo concordati e soggetti a regolamento, non avrebbero dato inizio ad una reazione a catena di svalutazioni concorrenziali. Va detto, per amore di giustizia, che la creazione del Fondo è stata in certo senso la restaurazione di un nuovo tipo di *gold standard*. Ma fu un *gold standard* del tutto differente da quello tradizionale, con un grado di flessibilità mai contemplato in precedenza in transazioni di questo tipo. Comunque, è passato molto tempo da quell'ultima notte di Bretton Woods quando tutti noi, in piedi, agitando il tovagliolo, ci rallegrammo col delegato russo che mostrava il telegramma di Stalin, con il quale era autorizzato a firmare l'atto finale della conferenza: firma che, considerando gli sviluppi successivi, non è forse mai stata onorata. Potrebbe essere un'utile introduzione alla nostra discussione del problema presente pertanto, chiederci fino a qual punto si sono avverate le grandi speranze che noi tutti credevamo fossero giustificate dal successo di quella conferenza. In quale misura le istituzioni esistenti hanno dato una soluzione ai problemi monetari internazionali che si sono presentati nel periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale?

Se tentiamo di stabilire una prospettiva, penso che la prima cosa da dire è che queste istituzioni non sono mai riuscite a prevenire l'inflazione. Ma ciò non desta sorpresa. Tutto ciò dimostra in maniera evidente la tendenza cronica di interessarsi ai problemi di ieri piuttosto che a quelli di domani, cosicché la prevenzione dell'inflazione non figurava nell'agenda di quelle discussioni. Essa era l'ultima cosa alla quale la maggior parte di noi pose attenzione. Ci furono naturalmente delle

eccezioni. Ricordo di aver trovato un giorno a Bretton Woods, tra i miei documenti, un appunto di Sir Ralph Hawtrey su una nota che mi era stata passata da Keynes. Non ricordo le esatte parole del biglietto, ma il contenuto era semplice. Diceva Keynes: «Ma che cosa è tutto questo discorso sui pericoli della deflazione? L'inflazione, non la deflazione, è il problema del dopoguerra». «Caro Lionel, aggiunse Ralph Hawtrey, ho pensato che ti avrebbe fatto piacere sentire questa vecchia storia. Dopo tutto egli può avere ragione». So bene che ci sono alcuni che ritengono che tali cadute nel valore della moneta sono innocue o addirittura benefiche e che il solo danno deriva dalla disegualianza dei tassi di svalutazione e dalle conseguenti complicazioni del problema degli scambi con l'estero. Ma questa non è la mia opinione. A parte le crudeli ingiustizie distributive implicate, gli effetti, sulla virtù civica e sulla cultura, di una atmosfera economica simile a quella di una casa da gioco mi sembrano essere molto dannosi anche se non sempre percepiti.

Tuttavia, credo che si debba riconoscere che il tentativo di mantenere tassi di cambio stabili ha avuto scarso successo. Era forse inevitabile che nel dopoguerra vi fossero molte variazioni. Ma la guerra è passata da molto tempo, e da allora gli adattamenti necessari sono stati senz'altro più numerosi di quanto si era previsto, o si poteva prevedere. E la principale ragione è abbastanza chiara. Possono essersi verificati casi in cui gli squilibri nel mercato dei cambi con l'estero furono dovuti a cause «reali», per quanto io vorrei sapere di più su queste cause. Ma per lo più ciò è avvenuto per deficienze della politica finanziaria. Le politiche nazionali di spese interne sono state tali da creare i presupposti dello squilibrio di base, e lo squilibrio si è verificato. Vorrei precisare abbastanza chiaramente che io non mi oppongo a un adattamento dei tassi di cambio quando prevale un simile stato di affari. Ciò che dico è che la frequenza con cui queste situazioni si sono verificate in questi ultimi quindici anni dimostra chiaramente che ancora deve essere raggiunto uno dei principali obiettivi dei programmi finanziari del dopoguerra. A parte ciò, faccio presente che l'esperienza fatta in questo campo, tende a mostrare che il Fondo, così come è ora, con un organico di direttori esecutivi piuttosto abbondante, scelti in parte più in base a considerazioni diplomatiche che per l'esperienza acquisita nel mondo della finanza internazionale, e in continua comunicazione telefonica con i propri governi e con le rispettive banche centrali, non è necessariamente un organismo particolarmente adatto alla trattazione di una materia così delicata come l'adattamento di tassi di cambio. Non è per caso che le maggiori svalutazioni sono state concordate (se pure lo sono state) con consultazioni ristrette e meno formali di quelle previste. Il ruolo giocato dall'organizzazione attuale non è stato molto di più di quello di un timbro di gomma.

Ho l'idea che questa deficienza sia qualcosa di intrinseco alla natura del Fondo così com'è attualmente e come probabilmente sarà costituito in futuro. È per questa ragione che io personalmente ho sempre auspicato che la ricostruzione monetaria del dopoguerra avrebbe dovuto essere iniziata, così come suggeriva John Williams, da un ristretto numero di membri della Convenzione Tripartita del tempo di guerra, o da un altro gruppo analogo così limitato, piuttosto che da un gigantesco club aperto come è ora. Sono ragionevolmente convinto che una base di questo genere sarebbe stata almeno congeniale al Regno Unito tanto quanto quella effettivamente adottata. Ma chi eravamo noi, che opponevamo il nostro punto di vista, forse cinico, circa l'efficacia di larghe assemblee, al consacrato idealismo di Washington? Se passiamo a valutare l'efficacia del Fondo come strumento per la liquidità internazionale, il verdetto è molto più complesso. Le affermazioni circa i pretesi disagi che il mondo libero avrebbe sopportato dopo la guerra per la mancanza generale di liquidità, mi sembrano prive completamente di fondamento di fronte ai noti fatti riguardanti l'inflazione su scala mondiale. La mancanza di liquidità in generale si sarebbe dovuta manifestare non con la tendenza all'inflazione, ma con la tendenza alla deflazione. Chiunque sostenesse che durante questo periodo non abbiamo avuto abbastanza inflazione, che i governi e le banche centrali del mondo sono state distolte da una auspicabile espansione per mancanza di adeguata liquidità, dovrebbe di sicuro farsi esaminare il cervello. Durante le prime fasi delle discussioni che si svolsero già in tempo di guerra, io e gli altri rappresentanti del Regno Unito eravamo soliti sostenere appassionatamente che il piano di Keynes per la costituzione di un organismo unico destinato al regolamento delle compensazioni, quali fossero i meriti o demeriti, avrebbe reso certamente disponibile una liquidità maggiore rispetto a qualunque altra istituzione eventualmente creata; e a quel tempo, fui deluso che si mettesse in atto un piano più ristretto. Ma devo confessare che quando negli anni passati mi sono chiesto che cosa sarebbe avvenuto qualora fosse stato adottato il piano da me caldeggiato, ho dovuto ammettere che si sarebbe semplicemente verificata una inflazione ancora maggiore.

Si potrebbe argomentare tuttavia, ed io credo a ragione, che il concetto di liquidità che è importante a questo riguardo, non è quello di liquidità in generale, ma quello di liquidità internazionale, cioè le disponibilità di riserve adeguate a sostenere la convertibilità di moneta locale a tassi fissi di cambio. Sono d'accordo. Ma sono pronto ad argomentare che con una sola eccezione, ed è una importante eccezione, lo ammetto, le risorse originarie e i regolamenti del Fondo non sono stati fino ad ora inadeguati a provvedere a quanto era necessario. Non è vero che ci sono stati casi in cui le autorità monetarie, di aree in equilibrio non fondamentale, siano state forzate a svalutare per mancanza

di una adeguata assistenza per superare le circostanze in cui si verificava una particolare pressione. A questo riguardo potrei fare molte critiche alla struttura del Fondo. La sua costituzione particolare come deposito di varie monete che possono venir vendute solo a condizioni molto restrittive, conduce al fatto che molte quote di sottoscrizione sono virtualmente senza utilità nel caso di una mobilitazione generale della liquidità. Ma anche con queste limitazioni, devo ancora apprendere che per le più normali occasioni le risorse originali del Fondo si sono dimostrate inadeguate al fine per il quale erano state create.

Le necessità del Regno Unito negli anni recenti hanno costituito naturalmente l'eccezione. È questo un caso in cui una delle maggiori aree monetarie senza trovarsi in condizioni di manifesto, fondamentale squilibrio, ha permesso alle sue spese all'interno e all'estero di andare così oltre il limite, rispetto ai suoi guadagni sull'estero, da porre la propria bilancia dei pagamenti correnti in difficoltà tali da determinare un esteso allarme circa la sua futura stabilità, con il risultato che le sue riserve normali e i diritti di prelievo si sono dimostrati inadeguati ad arrestare una emorragia pericolosa. Ma anche questo è un caso in cui i poteri di emergenza del Fondo per accordare un credito straordinario hanno avuto una grande parte nelle operazioni speciali necessarie a ristabilire la fiducia. È un caso che ha già portato ad una formalizzazione di questi poteri di emergenza e, come risultato delle recenti discussioni, può condurre ad ulteriori sviluppi di questo tipo per il futuro. Credo che sia nell'interesse del mondo nel senso più ampio, che possano esistere intese di questo tipo. Ma è ingiusto fare un rimprovero al Fondo per il fatto che si siano potute verificare emergenze di questo tipo. Piuttosto, bisogna biasimare la politica finanziaria del paese in questione, il quale in tante occasioni che si sono presentate dalla guerra in poi, ha rifiutato di riconoscere l'inevitabile danno che derivava ai conti correnti da un avanzamento della spesa all'interno e all'estero non garantito dalla propria produttività o dalla propria solvibilità nei mercati finanziari mondiali.

Ma il problema non finisce qui. Se si può essere d'accordo sul fatto che fino ad ora non si è verificata una contrazione della liquidità mondiale e che i poteri del Fondo sono stati adeguati, ciò non implica che essi lo saranno anche in futuro. È forse impossibile dire a priori quali livelli assoluti delle riserve siano necessari nelle diverse aree, e in gran parte ciò dipende dalle consuetudini e dalle convenzioni locali. Può tuttavia essere ipotizzato che, dato un complesso di consuetudini e di convenzioni, è auspicabile, se deve essere prevenuta la pressione deflazionistica, che le riserve debbano aumentare anno per anno in proporzione ragionevole all'incremento della produzione e del commercio. Attualmente sembra probabile che un tale incremento non possa venir garantito per il futuro. Gli esperti possono valutare diversamente l'en-

tità dei bisogni a questo riguardo. Sembra tuttavia esserci un ragionevole accordo circa il fatto che, nelle attuali condizioni della produzione di oro, della domanda industriale, ecc., ci sia realmente il pericolo di un insufficiente tasso di incremento nel futuro. E per far fronte a questo gli accordi internazionali esistenti non sono ancora adeguati.

Vi è inoltre un altro pericolo potenzialmente ancora più minaccioso. Gli attuali accordi sulle politiche delle riserve dipendono in modo particolarmente rilevante dall'accettazione da parte di molte banche centrali, di tenere nelle proprie riserve dollari o sterline piuttosto che l'oro. Se a questo riguardo mutassero comportamento, se la fiducia verso l'una o l'altra di queste monete chiave fosse così seriamente scossa da causare una simultanea spinta a convertire questi depositi in oro, o se le consuetudini e le politiche cambiassero non in modo così catastrofico, ma in modo tale che molte banche centrali ritirassero gradualmente l'oro al quale questi depositi attualmente danno diritto, e la concorrenza per le limitate quantità che escono dalle miniere fosse intensificata, allora la pressione deflazionistica diverrebbe in verità molto seria e la pressione verso la conversione potrebbe facilmente trasformarsi in una crisi finanziaria mondiale di prima grandezza.

Dovrebbe quindi esser chiaro che, sebbene effettivamente le richieste di liquidità del mondo in senso lato siano state soddisfatte nel recente passato, il futuro è tuttavia oscuro, presentando problemi urgenti i quali probabilmente non possono venire risolti con le politiche e le istituzioni attuali. L'ultima sezione delle mie osservazioni verterà su alcune considerazioni relative ai principali tipi di soluzione che sono stati suggeriti.

III.

Lasciate anzitutto che io ponga come un assioma il fatto che il miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e del Regno Unito costituisce la necessità fondamentale della situazione contemporanea. Finché in questi paesi permane uno stato di estremo squilibrio è vano sperare che le autorità di altre aree assumano l'impegno di sostenere indefinitamente posizioni che devono essere corrette da azioni dall'interno. Cosa d'importanza ancora maggiore è che, fin quando permane questo squilibrio, perdurerà questa sfiducia verso le monete chiave, che è una delle caratteristiche potenzialmente più esplosive della situazione attuale. Se a ciò fosse posto rimedio, non vedo ragione per supporre che la tendenza a sostituire con oro i depositi di valuta chiave, benché possibile al presente, possa divenire così intensa da ostacolare il corso di una riforma ordinata.

Ma mentre con la eliminazione dei deficit delle valute chiave le autorità rimuoverebbero il pericolo di una catastrofica reazione a ca-

tena, ciò al tempo stesso renderebbe piú tangibile la necessità di misure intese a salvaguardare l'offerta di liquidità per il futuro. Come è noto nel recente passato la domanda di liquidità, nel senso in cui io impiego questa parola, è stata soddisfatta in parte dall'offerta di monete chiave resa disponibile dai deficit del dollaro e della sterlina. Se le aree considerate saranno d'ora in poi in equilibrio o, ancora meglio, se, cosa particolarmente desiderabile per il Regno Unito a causa di ragioni locali, raggiungeranno un sostanziale attivo, e se allo stesso tempo l'offerta di nuovo oro per usi monetari non aumenterà, allora il provvedere all'aumento delle riserve per il mondo libero nel suo insieme diverrà, a questo punto, piú urgente, benché, naturalmente, non cosí urgente come sarebbe se la fiducia nelle valute chiave crollasse.

Quali sono le misure alternative proposte per sopperire a questi bisogni? Mi limiterò solamente agli schemi tipici e agli aspetti fondamentali degli stessi.

Ritorno in primo luogo alle proposte relative ad una variazione del prezzo dell'oro. Gli statuti del FMI sono in grado di provvedere ad una variazione di questa natura, ammesso che esista l'appoggio delle maggiori potenze interessate. È stata perciò ventilata una proposta secondo la quale sarebbe possibile ottenere un certo vantaggio elevando il prezzo dell'oro di una certa percentuale, per quanto non ci sia un accordo completo sul suo preciso ammontare, sufficiente ad assicurare un aumento sostanziale delle riserve esistenti. Allo stesso tempo, e questo è l'aspetto ampio e pieno di fantasia di questa proposta, si è suggerito che questo incremento, o parte di esso, sia usato, o mediante il pagamento diretto o uno spettacolare prestito internazionale, per liquidare i dollari o sterline usati come moneta di riserva, sostituendo quindi il *gold standard* di vecchio stile alle attuali transazioni di *gold-exchange standard*.

Lasciatemi dire anzitutto che io trovo molte delle argomentazioni contrarie a questa proposta abbastanza poco convincenti. Quindi io penso che non si arriverà al livello di un'argomentazione appropriata a queste importanti questioni se si nega l'importanza dell'oro come tale o se si dice che tutte le argomentazioni a favore del sistema del *gold standard* sono basate su superstizioni o fissazioni psicopatologiche. Questo modo di approccio particolare è sicuramente piuttosto fuori moda al giorno d'oggi. La teoria del *gold standard*, la teoria di Hume sul movimento del metallo, la teoria di Ricardo sulla distribuzione dei metalli preziosi, può essere stata incompleta, ma non era un « abracadabra » senza senso: era un'analisi molto sottile per mostrare come un mondo diviso politicamente in unità indipendenti, poteva ancora raggiungere l'unità per quanto riguarda le transazioni economiche internazionali. Passando dalla teoria alla pratica, chi può dire che i sistemi puramente cartacei si sono dimostrati superiori all'oro? Evidentemente

qualunque cosa si spera debba verificarsi nel futuro, e piú avanti esprimerò una certa divergenza dalla teoria fondata sull'oro, si deve ammettere onestamente che fino ad ora, ad eccezione di due periodi di deflazione quando la parità aurea è stata fissata erroneamente, i sistemi basati sulla carta moneta sono stati notevolmente inferiori sia per quanto riguarda la stabilità interna che quella internazionale.

Tornando alle argomentazioni piú specificamente dirette contro le proposte che sono l'oggetto della discussione, gran parte di quanto viene di solito detto mi sembra egualmente poco persuasivo. Si è detto ad esempio che una rivalutazione dell'oro determinerebbe una frattura nella fiducia di coloro che possiedono moneta invece di oro. Sono d'accordo che sarebbe cosí se la variazione determinasse *ipso facto* una variazione nel potere generale di acquisto della moneta; e per questo motivo mi opporrei ad una tale politica a meno che non fossero previste garanzie contro una simile eventualità. Ma qualora non ne consegua direttamente una variazione di questo tipo, non vedo come l'argomentazione sia valida. Anche dopo la ratifica degli statuti del FMI, sia i possessori di moneta che quelli di oro hanno sopportato il rischio di una variazione dei prezzi; e se costoro non subissero perdite in termini reali ma solo in termini di oro, non credo che essi soffrirebbero una ingiustizia.

Non sono neppure particolarmente sollecitato dalla obiezione per cui la variazione proposta potrebbe portare benefici sia alla Russia che al Sud Africa. È evidente che questi regimi non godono una popolarità universale. Ma non posso pensare che se un cambiamento del tipo proposto potesse essere in qualche modo di utilità a gran parte del mondo, si dovrebbe rinunciare ad esso soltanto perché alcune aree, i cui governi non godono i favori della maggioranza, potrebbero trarne localmente dei benefici. Questo mi sembra un comportamento molto poco equilibrato.

Molto piú importante mi sembra l'argomentazione circa il pericolo d'inflazione. Penso che questo sia effettivamente un pericolo. Se le autorità bancarie delle diverse aree le cui riserve crescerebbero grazie alla variazione del prezzo dell'oro, utilizzassero questi incrementi delle riserve come base per un'estensione del credito allora la condizione finale sarebbe peggiore di quella di partenza. Se fosse impossibile garantirci contro tali sviluppi, allora sarei decisamente contrario a tale politica. Ma non credo che questa sia una difficoltà del tutto insuperabile. L'impiego suggerito di questo incremento, cioè per liquidare i mezzi di riserva diversi dall'oro, auspicabile o meno sotto altri aspetti, tenderebbe in questa direzione. E, in ogni caso, se le autorità finanziarie mondiali fossero abbastanza concordi sul principio di cambiare il prezzo dell'oro al fine di rettificare un supposto squilibrio nelle riserve, sarebbe altrettanto legittimo supporre che essi potrebbero essere

d'accordo per assumere una condotta autolimitativa riguardo ai rapporti fra riserva e credito, e tale da impedire sviluppi inflazionistici.

Per tutte queste ragioni pertanto ritengo, in ultima analisi, di non potermi opporre ad una politica di questo genere. Posso anche concepire una situazione in cui, essendo tutte le altre proposte inaccettabili e tali da portare a situazioni psicologiche senza via d'uscita, potrei anche sostenerlo positivamente.

Ma detto questo, mi affretto subito a dire che lo sosterei senza entusiasmo. Lo sosterei soltanto come un *pis aller*, come un espediente estremo. Spero che quanto ho già detto avrà chiarito ai sostenitori di questa proposta che io non sono uno dei loro oppositori, incapaci di comprenderne il significato, sebbene, dal mio punto di vista, debba confessare che essa ha gravi deficienze.

In primo luogo va senz'altro riguardata come un rimedio da impiegare una volta per tutte: la semplice idea di una ripetizione degli adattamenti ad intervalli, metterebbe di per sé in movimento impulsi psicologici che andrebbero così lontano da annullare ogni beneficio immediato. Ma una soluzione definitiva non è quel che la nostra analisi ha richiesto; o almeno, non è quanto è richiesto dai bisogni di liquidità, e l'eliminazione del *gold-exchange standard*, qualora fosse realizzata, rientrerebbe forse in una differente categoria di operazioni. Quel che si richiede è una soluzione la quale consenta un graduale incremento delle riserve man mano che si espande la produzione e il commercio. Ero solito pensare che un aumento del prezzo dell'oro avrebbe consentito un aumento delle riserve, almeno per qualche tempo. Ma recentemente sono state date assicurazioni da parte di esperti in questa materia che, per qualche tempo almeno, l'effetto sarebbe l'opposto: l'incentivo a prolungare la vita delle miniere porterebbe immediatamente alla utilizzazione di risorse di rango inferiore. Né penso che si possa contare sulla riduzione dei tassi di tesaurizzazione privata per bilanciare questo effetto per più di un brevissimo periodo.

Ma, a parte la sua inadeguatezza come soluzione di un problema pratico che si pone solo in termini di prospettiva, devo confessare che riscontro ulteriori inadeguatezze nella concezione generale. Io non posso credere che il ristabilire il *gold standard* di vecchio stile, anche se fosse realizzabile politicamente, e sospetto che non lo sia, rappresenti una soluzione del problema monetario internazionale così come è stato posto all'inizio di questa mia relazione. Non credo che possa essere una soluzione per tutti i problemi di adattamento collaterali quali possono sorgere nel mondo moderno. Ancor meno io credo che esso sia l'inizio di soluzioni di problemi di stabilizzazione e di controllo comune del potere di acquisto globale, che pure è problema da risolvere necessariamente, se i cittadini di tutto il mondo debbono tollerare i disagi derivanti dalle rettifiche delle posizioni relative. Sono d'accordo, come già ho ammesso

con quanti dicono che l'esperienza è in favore dell'oro, piuttosto che in favore di qualsiasi altro meccanismo di monete. Ma a tale riguardo, in questa era moderna, noi abbiamo mangiato il frutto dell'albero della conoscenza. Conosciamo, o pensiamo di conoscere, metodi migliori per amministrare le nostre sorti monetarie, piuttosto che farle dipendere dalla incertezza dell'offerta e della domanda di metallo prezioso, alla condizione che fosse possibile realizzare un meccanismo appropriato e soltanto se i politici consentissero che esso funzionasse nel modo prestabilito. Sebbene si possa essere giudicati ingenui nel nutrire questa speranza, essa probabilmente non cesserà mai d'influenzare l'azione. Quindi, anche quando avessimo liberato noi stessi dai malintesi e dagli errori che, negli anni recenti, hanno annebbiato i nostri giudizi sul *gold standard* e le sue possibilità, una gran parte di noi lo considererebbe come un *second best* e guarderebbe altrove per trovare la soluzione migliore.

Tenuto presente che questo è il mio orientamento, non vi sorprenderà che io sia disposto a prendere in esame con notevole entusiasmo i suggerimenti di coloro le cui soluzioni al nostro problema sono orientate verso la trasformazione del FMI da fondo in banca, una banca centrale per il mondo libero in cui le banche nazionali conservino una parte sostanziale delle loro riserve e la quale, con una politica di mercato aperto, abbia il potere di incrementare o frenare la disponibilità del potere d'acquisto nell'intera area in cui opera. Questa sicuramente deve essere la soluzione definitiva del problema dal quale siamo partiti, il problema della mancanza di una moneta comune e di un comune apparato di controllo; in ogni modo, è il metro con cui sono disposto a giudicare le altre proposte d'innovazione e di riforma.

Ma, benché come soluzione intellettualistica sia ideale, è difficile tuttavia eliminare i dubbi circa la sua immediata praticabilità. In un mondo di sovranità divise, esiste forse sufficiente fiducia per rendere probabile questa considerevole limitazione del diritto d'iniziativa indipendente nella sfera finanziaria? Esiste forse tale fiducia nelle più importanti di quelle aree genericamente indicate come Occidente, alle quali, io confesso, sono essenzialmente interessato?

A parte tutto ciò è il Fondo l'istituzione appropriata, per essere incaricata di tali importanti sviluppi? È la sua costituzione tale da creare la fiducia richiesta? È a questo punto che io ritorno indietro, e rinnovo il rammarico per il fatto che la ricostruzione monetaria del dopoguerra non sia partita dalle basi più ristrette del Patto Tripartito, convenientemente allargato, preferendo piuttosto partire da un insieme di tutte le aree del mondo libero, grandi o piccole, forti o deboli. Io non posso fare a meno di ricordare quale uso avrebbero fatto a Bretton Woods, i partecipanti più deboli, delle quote e dei diritti di prelievo, se ad essi non si fosse opposta resistenza; confesso anche di essere sinceramente meravigliato nello scoprire che il mio buon amico Max Stamp,

che è stato uno dei principali sostenitori di questa idea, della trasformazione del Fondo in una banca, proponga di mettere a disposizione delle cosiddette aree sottosviluppate questi crediti di nuova creazione, per così dire, come premi. Ciò non, ripeto non, significa che io sia indifferente ai bisogni di queste aree: io non disapprovo prestiti o donazioni correttamente amministrati, ammiro moltissimo il lavoro svolto dalla Banca per la Ricostruzione e lo Sviluppo Internazionale e dalle sue ausiliarie. Ciò significa che non credo che la base migliore per lo sviluppo di una buona tradizione bancaria centralizzata per il mondo libero possa essere un'istituzione governata in parte da coloro che probabilmente per generazioni saranno in cerca di prestiti netti, a breve e a lungo termine, presso le riserve di capitale accumulate nel mondo libero.

Per motivi di questo genere, è mia opinione che, per qualche tempo, dovremo accontentarci di soluzioni molto meno ambiziose, molto meno logiche e precise, molto *ad hoc* e più confuse, degli schemi che ho appena discussi. Temo che almeno nei prossimi anni noi dovremo risolvere i nostri problemi di liquidità internazionale in termini di un qualche riconoscimento formale delle transazioni di emergenza esistenti tra le principali banche centrali, e forse anche in termini di una creazione di unità di riserva supplementari legate in un modo o nell'altro all'oro, come è stato suggerito da Bernstein e da altre importanti autorità. Io non mi dilungherò sulle implicazioni relative a piani alternativi di questo tipo. Per tale materia mi aspetto di apprendere molto di più nel corso delle nostre discussioni. Dirò soltanto che se dovessi scommettere a favore di un piano che porti alla soluzione del problema della liquidità a livelli elevati punterei la mia posta su piani di questo tipo.

Questa però è una valutazione di probabilità pratica. Se torno di nuovo indietro alla ricerca di una soluzione ideale, non posso non ammettere di trovare questo tipo di soluzione contingente decisamente inferiore alla soluzione più ambiziosa di una struttura bancaria sovranazionale; sono molto spiacente di constatare che ciò vorrebbe dire seppellire le idee per una riforma fattibile, e mi chiedo: è forse impossibile sperare in qualche progresso verso mete più ambiziose? In un'area meno composita di quella del Fondo, in un'area più omogenea per attitudini mentali e condizioni economiche potrebbero esserci sviluppi intesi a creare una moneta comune ed un comune controllo? È irragionevole sperare che un giorno si possa creare per tutta la Comunità Atlantica un sistema di riserva di tipo federale, o forse meglio, confederale?

Ma tutto ciò ci riconduce a considerazioni di natura politica e ci porta lontano dagli scopi di questo mio rapporto. Concluderò pertanto esprimendo solamente la mia ferma convinzione che in ultima analisi tutti gli argomenti che ho esaminati e gli argomenti più tecnici che

verranno esaminati sono connessi con la questione se le nazioni dell'Occidente sono preparate spiritualmente a superare la loro attuale inadatta organizzazione politica e a formare una associazione sopranazionale piú adatta ai tempi nostri o, se invece, gravate dall'inerzia e da reminiscenze psicologiche ataviche e dalle recenti dolorose esperienze, vogliono rimanere nella condizione in cui sono, sempre vulnerabili nei riguardi del mondo non libero e sempre incapaci di guidare il mondo intero verso quegli obiettivi superiori, che potrebbero altrimenti essere raggiunti.

III. La liquidità internazionale: la situazione attuale

di Milton Gilbert

Nell'analisi dei fatti riguardanti la liquidità internazionale, possiamo sperare di trovare le risposte a tre domande. In primo luogo possiamo sperare che i fatti possano indicare con qualche precisione quali siano i problemi. In secondo luogo, i fatti possono indicare se è urgente trovare una soluzione a questi problemi o se, con calma, sia possibile parlarne, di anno in anno, senza far nulla. In terzo luogo, se con un po' piú di semplicità, possiamo anche attenderci che i fatti possano puntualizzare la soluzione migliore, o almeno le soluzioni possibili. Tenendo presenti questi quesiti, intendo esaminare la situazione attuale.

È universalmente riconosciuto che la difficoltà principale del sistema attuale è dovuta al fatto che, dato che l'oro costituisce l'elemento di base nel sistema delle riserve, l'ammontare di nuovo oro disponibile annualmente per fini monetari non consente un incremento adeguato delle riserve totali. Una seconda maggiore difficoltà è dovuta al fatto che il flusso di dollari, il quale in precedenza ha integrato in misura accettabile l'oro nella formazione delle riserve non può continuare a giocare questo ruolo nella stessa misura del passato. In primo luogo non può farlo perché gli Stati Uniti si verrebbero a trovare permanentemente in deficit per il crescere dei depositi di dollari all'estero, e nessuno vuole ciò, neanche gli Stati Uniti. Inoltre, dato che i dollari usciti dagli Stati Uniti possono essere convertiti in oro, almeno fino ad un certo punto, si verificherebbe un continuo assottigliamento dello stock

Milton Gilbert, esperto degli esperti, è stato consigliere economico della Banca Internazionale dei Pagamenti in Basilea dal 1960. In precedenza (1951-1960) ha diretto l'Ufficio Economico dell'OECE in Parigi e, ancor prima (1941-1951), è stato a capo della divisione Reddito Nazionale del dipartimento del Commercio degli Stati Uniti. È autore di *Currency Depreciation and Monetary Policy* e di *An International Comparison of National Products and Purchasing Power of Currencies* (in collaborazione con Irving B. Kravis).

aureo degli Stati Uniti, donde una minaccia alla stabilità di tutto il sistema. A causa di queste difficoltà il Gruppo dei Dieci ha preso in considerazione la possibilità di una « deliberata creazione di riserva per i bisogni totali » e di una « pianificazione di contingenza » per il futuro qualora si dovesse verificare una contrazione delle riserve.

Il primo punto che vorrei mettere in evidenza è che in questo modo di porre la questione, sussiste un elemento immaginario giacché, negli ultimi cinque o sei anni, ci siamo sempre trovati di fronte a scarsità delle riserve. Lo spartiacque fu in realtà il 1960, anno in cui si verificò un terremoto nel mercato dell'oro, quando il prezzo, per un breve periodo, salì a 40 dollari per oncia.

Nella tabella III-1 ho messo a confronto le statistiche del periodo 1960-1965 con quelle dei sei anni precedenti. Tra i due periodi si

TAB. III-1. *Variazioni del totale delle riserve ufficiali*
(in milioni di dollari US e in percentuali)

AREE ED ANNI	Riserve auree		Riserve di valuta estera		Quote di riserva presso il Fondo	Riserve totali	
	Incremento totale \$	Tasso annuo di incremento %	Incremento totale \$	Tasso annuo di incremento %	Incremento totale \$	Incremento totale \$	Tasso annuo di incremento %
Tutti i paesi:							
1954 - 59	3.560	1,7	740	0,8	1.360	5.660	1,7
1960 - 65	4.045	1,7	6.350	5,7	2.125	12.520	3,3
Gruppo dei Dieci e Svizzera:							
1954 - 59	3.455	1,8	1.035	3,0	1.165	5.655	2,4
1960 - 65	2.595	1,3	3.900	8,2	1.615	8.110	2,9
Gruppo dei Dieci esclusi Stati Uniti e Regno Unito:							
1954 - 59	5.785	12,7	1.100	3,3	595	7.480	9,1
1960 - 65	8.285	9,6	2.600	6,0	3.075	18.960	9,9
Altri paesi sviluppati:							
1954 - 59	415	4,7	395	2,0	155	965	3,4
1960 - 65	1.530	11,2	1.110	4,8	330	2.970	7,6
Paesi sottosviluppati:							
1954 - 59	— 310	—	— 690	—	40	— 960	—
1960 - 65	— 80	—	1.340	3,3	180	1.440	2,4

riscontrano due differenze significative. Una prima differenza è che nel periodo piú recente l'incremento annuo delle riserve mondiali si è mantenuto ad un livello molto superiore a quello del periodo precedente. L'altra differenza è che dal 1960 in poi, il sistema è stato manipolato in misura molto maggiore che non in precedenza, e le riserve sono state create in modo completamente nuovo.

Lasciate che ricordi alcuni dei modi con cui ciò si è verificato. Nell'ambito del FMI, ad esempio, il Gruppo Generale per le Concessioni dei Prestiti ha creato un *pool* di sei miliardi di dollari, ed è indicativo di certi atteggiamenti verso l'oro che questa facilitazione del FMI è stata realizzata con una garanzia-oro, non l'usuale garanzia del valore in oro del FMI, ma una garanzia-oro. Vi è stato inoltre un aumento delle quote di partecipazione del FMI che è divenuto effettivo nel 1966, ma di cui si era parlato per alcuni anni prima che fosse effettivamente negoziato. Questo aumento si è avuto prima della normale revisione quinquennale delle posizioni del Fondo ed ha portato con sé, e ciò è anche indicativo del problema, quella che è definita come « procedura di attenuazione » per alleviare le pressioni sulle riserve auree dei paesi a monete di riserva. Ci sono stati anche sostanziali prelievi dal Fondo, prelievi « tecnici » e prelievi non tecnici o « ordinari ». I primi costituiscono un fenomeno nuovo, che si è verificato per provvedere moneta che i debitori possono impiegare per ripagare i prelievi dal Fondo, ora che il dollaro non può venire usato perché la disponibilità in dollari presso il Fondo è maggiore della quota degli Stati Uniti sottoscritta in dollari.

Un altro genere di azione è stato lo sviluppo del sistema *swap* da parte degli SU con le banche centrali di alcuni altri paesi, e questo movimento *swap* si è accresciuto di alcune volte da quando è stato istituito. Vi è stato quindi lo sviluppo della tecnica delle « obbligazioni Roosa ». Queste sono obbligazioni emesse dal Tesoro degli Stati Uniti, ma emesse in moneta estera. Vi è stata anche l'istituzione del *pool* dell'oro per governare il mercato dell'oro e prevenire un altro incremento speculativo del prezzo, come nel 1960. Una tecnica piú recente è costituita dal deposito effettuato dall'Italia nel 1966 presso il FMI di un valore di lire pari a 250 milioni di dollari con una garanzia-oro invece della usuale garanzia del controvalore in oro.

Le autorità quindi sono state piuttosto impegnate nel creare riserve. Il solo fatto che queste azioni siano state intraprese indica che vi è stato un bisogno di riserve che non poteva venir soddisfatto mediante nuovo oro o la nuova accumulazione di dollari. Di conseguenza, è altrettanto privo di senso affermare che non c'è stata scarsità di riserve. Si potrebbe dire che grazie a tutte le azioni intraprese, non si è verificata una scarsità; oppure che vi è stata scarsità e che quindi quelle azioni andavano intraprese. Le due proposizioni sono piuttosto diffe-

renti, d'altro canto, dalla pura e semplice affermazione che non c'è stata una scarsità delle riserve.

Il punto che vorrei sottolineare è che mentre la « pianificazione di contingenza » ha sempre parlato della creazione di una possibile riserva nel futuro, la creazione di riserva è di fatto in corso da 5 anni. È anche abbastanza chiaro che se non fosse stata intrapresa nessuna di queste azioni, l'attuale struttura dei rapporti di cambio non sarebbe sopravvissuta.

Torniamo ora alle riserve totali per vedere quali sono stati i *trends* e in che modo sono stati influenzati da queste azioni di cui ho parlato. Evito il termine « liquidità internazionale » perché esso è usato con troppi significati; per riserve totali io intendo semplicemente le riserve disponibili presso tutte le banche centrali o le autorità monetarie considerate nel loro insieme.

Tradizionalmente le riserve sono attivi registrati nei bilanci di una autorità monetaria, disponibili più o meno immediatamente, per intervenire nel mercato dei cambi, per mantenere la parità di cambio nella propria moneta. Esse sono accumulate in oro o in monete estere convertibili in forma liquida, principalmente in dollari o sterline. Tuttavia, come si può vedere dalla tabella III-1 le transazioni con il FMI sono divenute così importanti che i dati sulle riserve totali, non possono avere un chiaro significato se non vengono incluse, come parte delle riserve, anche le quote in oro presso il FMI. Nelle loro statistiche sulle riserve, alcuni paesi includono queste « posizioni di riserva » con il FMI ed altri non le includono, io comunque nella tavola le ho incluse per tutti i paesi. Esaminando la tabella III-1 si osserverà che l'incremento delle riserve globali (per tutte e tre le forme di riserva) nel periodo 1960-65 è stato il doppio di quello del periodo 1954-1959: 12,5 miliardi rispetto a 5,7 miliardi. Per tutti i paesi il tasso d'incremento è cresciuto da una media all'anno dell'1,7% nel primo periodo ('54-'59), ad una media del 3,3% (annua) nel periodo più recente ('60-'65). In parte ciò è dovuto al fatto che la creazione di riserva del Fondo è aumentata del 50%, e in parte al fatto che le riserve in oro nel secondo periodo sono state maggiori di circa mezzo miliardo di dollari. Ma la variazione veramente notevole è quella relativa alle voci comprese in « riserve di cambi esteri »: nel primo periodo sono aumentate di 740 milioni di dollari; nel secondo periodo di 6.350 milioni di dollari. Una differenza piuttosto notevole!

Alcuni di voi saranno sorpresi dal fatto che il maggior incremento delle riserve globali, nel secondo periodo, si riscontra soprattutto per il gruppo dei paesi sottosviluppati. Nel primo periodo tali paesi hanno perduto circa un miliardo di dollari di riserve, nel secondo periodo hanno guadagnato 1,4 miliardi di dollari, il che costituisce una variazione complessiva di 2,4 miliardi. Nel 1950, dopo la guerra di Corea, questi paesi

furono danneggiati dal declino dei prezzi delle materie prime e non sono riusciti a superare questa posizione di sfavore per circa un decennio. L'esperienza piú recente è però abbastanza incoraggiante; le riserve sono aumentate ad un tasso medio annuo del 2,4 per cento, ed è questa esperienza che ha mutato certe opinioni circa la partecipazione di questi paesi alla pianificazione di emergenza che potrebbe essere messa in atto in futuro.

Quelli che ho indicato nella tavola sotto la voce « altri paesi sviluppati » — cioè paesi sviluppati non facenti parte del Gruppo dei Dieci — contano anch'essi per una parte notevole dell'incremento delle riserve globali. Le loro riserve nel secondo periodo sono aumentate di 2 miliardi di dollari in piú rispetto all'incremento del periodo precedente. Si può osservare che le riserve globali di tutto il mondo sono aumentate di circa 7 miliardi di dollari e che il Gruppo dei Dieci ha acquisito solo 2,5 miliardi di dollari.

Dall'esame della tabella risulta anche un altro fatto: il netto contrasto fra il Gruppo dei Dieci considerato nel suo insieme e i Dieci escluso il Regno Unito e gli Stati Uniti. I tassi di incremento per il Gruppo dei Dieci in complesso sono inferiori al 3% in entrambi i periodi contro un incremento superiore al 9% per i Dieci, escluso il Regno Unito e gli Stati Uniti. Ciò spiega perché alcuni membri del Gruppo dei Dieci sono persuasi che le riserve sono state piú che abbondanti. Essi sono convinti di essere stati un po' inondati dalle riserve, e sono pure convinti di aver subito un po' di quella che essi chiamano « inflazione importata ». Dalla tabella risulta anche che, presi insieme, Stati Uniti e Regno Unito hanno perduto riserve. Infatti c'è stata per gli Stati Uniti una diminuzione delle riserve di poco inferiore ai 6 miliardi di dollari.

Cerchiamo ora di vedere in quale modo i provvedimenti descritti in precedenza presi dalle autorità monetarie, per controllare il sistema, hanno influenzato l'aumento delle riserve.

Nel periodo 1954-59 l'accrescimento delle riserve si è verificato in modo normale; i singoli paesi hanno acquistato nuovo oro e tesaurizzato i dollari, e non ci sono stati molti provvedimenti per influenzare in maniera particolare l'accrescimento delle riserve. Ci sono stati due fattori particolari che potrei menzionare. In primo luogo si ebbe la liquidazione dell'Unione dei Pagamenti Europea che ha avuto l'effetto di ridurre le riserve di cambi con l'estero di 473 milioni di dollari. In secondo luogo c'è stato l'acquisto presso il FMI di oro per 500 milioni di dollari da parte degli Stati Uniti, che ha avuto l'effetto di aumentare di 500 milioni di dollari le riserve totali. Gli effetti congiunti di questi due fattori particolari si sono all'incirca compensati fra loro.

Nel successivo periodo, 1960-65, sono state predominanti le transazioni speciali, sia che vengano o no chiamate « deliberata creazione

di riserva ». Esse hanno coinvolto profondamente il FMI, ma i dati non indicano con accuratezza la reale dimensione della creazione di riserva attraverso il Fondo perché, nel primo periodo, l'incremento delle quote nel FMI, per 1.360 milioni di dollari fu tutto dovuto all'aumento delle sottoscrizioni in oro, mentre, al contrario, nel secondo periodo l'aumento è dovuto essenzialmente ad operazioni di credito. C'è stato anche un ulteriore acquisto di oro presso il Fondo da parte degli SU per 300 milioni di dollari.

Le altre transazioni speciali che hanno influenzato le riserve globali sono state concentrate nella componente cambi esteri. In questo periodo esse sono consistite nella emissione di obbligazioni Roosa e nella creazione di speciali crediti delle banche centrali, soprattutto in forma di *swaps*. Questi due tipi di transazioni speciali incidono per 2 miliardi di dollari sull'incremento di 6.350 milioni di dollari della riserva totale di cambi esteri.

Passando al Gruppo dei Dieci, possiamo usare lo stesso dato dei 2 miliardi di dollari perché tutte queste transazioni speciali sono avvenute nell'ambito del Gruppo dei Dieci. Cioè, dell'incremento di 3,9 miliardi di dollari delle riserve in valute estere dei Dieci, 2 miliardi di dollari, o più della metà, è avvenuto per la deliberata creazione di riserva o, comunque lo si consideri, mediante transazioni speciali. Escludendo dal Gruppo dei Dieci gli Stati Uniti e il Regno Unito, la parte di nuove riserve in valuta estera che risulta da transazioni speciali è considerevolmente più bassa, 1 miliardo su 2,6 miliardi di dollari.

Benché l'accumulazione di riserve in valute estere in modo ordinario, cioè sotto forma di dollari, sia aumentata di 1,6 miliardi di dollari nel periodo 1960-65, l'intero incremento si è verificato nel 1960. In quell'anno i depositi di dollari sono aumentati di 2.350 milioni; dal 1960 le riserve in valute estere, escluse quelle dovute a transazioni speciali, sono andate effettivamente diminuendo, fino a 800 milioni di dollari. Potrei dire incidentalmente che questa diminuzione non è dovuta alla Francia perché i depositi di dollari della Francia erano più consistenti alla fine del 1965 che non alla fine del 1960.

A parte quelle intese a creare riserve, ci sono anche state transazioni speciali che hanno avuto l'effetto di ridurre le riserve. Senza tali transazioni l'incremento delle riserve sarebbe stato molto maggiore di quello indicato nella tabella. Queste transazioni sono state effettuate al tempo in cui esisteva una specie di *embarras de richesses* rispetto alle riserve, e sono state di tre tipi.

Una tecnica, ed è consistita nel pagamento anticipato dei debiti, in gran parte agli Stati Uniti. Ciò ha significato che le autorità monetarie hanno prelevato fondi dalle riserve e pagato i debiti prima del dovuto. Ho tentato di calcolare questo ammontare al netto (giacché, ad esempio, i debiti pagati in anticipo nel 1961 comunque nel 1965 si sareb-

bero dovuti pagare) e sono arrivati alla cifra netta di 1,5 miliardi di dollari di riserve usate per pagare anticipatamente i debiti nel periodo 1960-1965.

Una seconda tecnica per ridurre le riserve, o meglio per ridurre l'incremento delle riserve, è consistito nell'agevolare il mantenimento da parte delle banche commerciali dei *surplus* di valute estere; in altre parole, mediante transazioni speciali di *swaps*, è stato operato uno spostamento di cambi esteri dalle banche centrali alle banche commerciali. Alla fine del 1965 questa tecnica aveva trasferito alle banche commerciali 1,6 miliardi di dollari che altrimenti sarebbero comparsi nelle cifre delle riserve totali.

Il terzo fattore che ha avuto questo effetto è stato l'acquisizione di valute estere che non vengono considerate come riserve. Queste compaiono nei bilanci delle banche centrali, ma non nelle riserve, e talvolta vengono definite come riserve di seconda linea. In totale ammontano a 900 milioni di dollari.

In totale, gli interventi speciali che hanno avuto l'effetto di ridurre le riserve ammontano a 4 miliardi di dollari. Potete immaginare quale aumento delle riserve si sarebbe avuto se oltre al complessivo incremento di 12,5 miliardi di dollari ce ne fosse stato un altro di 4 miliardi di dollari; si sarebbe avuto quasi un tasso da inflazione. È quindi facile comprendere perché alcuni paesi sottolineano la necessità di raggiungere un migliore equilibrio nella bilancia dei pagamenti piuttosto che il bisogno di maggiori riserve.

Qual è stata la ragione per tutte queste transazioni speciali? Prima di tutto esse intendevano provvedere di riserve gli Stati Uniti e il Regno Unito, i due principali paesi in deficit. In secondo luogo sono state effettuate per convertire una parte di dollari acquistati in altri tipi di valuta, o semplicemente per ridurre i depositi in dollari, perché le banche centrali non desideravano nelle proprie riserve quel certo ammontare di dollari. Da parte degli Stati Uniti poi, il motivo principale è stato quello di limitare l'uscita di oro.

Concedetemi di dire ancora qualcosa sull'oro analizzando i dati della tabella III-1. Si può vedere che l'incremento delle riserve di oro per i paesi in complesso è pari a 3,6 miliardi di dollari nel periodo 1954-1959 e pari a circa 4 miliardi nel periodo 1960-1965. Questo è l'incremento dell'oro che i singoli *paesi* hanno posto nelle loro riserve. Non è la stessa cosa che considerare l'incremento d'oro nel sistema, perché le istituzioni internazionali posseggono anche oro per fini monetari, principalmente il Fondo Monetario Internazionale e la Banca per i Pagamenti Internazionali. Ora, nel primo periodo i depositi di oro delle istituzioni internazionali sono aumentati di 389 milioni di dollari, mentre, nel secondo periodo, i paesi hanno prelevato oro dalle istituzioni internazionali per 940 milioni di dollari. Quindi gli *stocks*

monetari totali di oro nel primo periodo sono effettivamente aumentati di 3,9 miliardi di dollari, ad un tasso medio annuo dell'1,7% mentre, nel secondo periodo, sono aumentati di 3,1 miliardi di dollari, ad un tasso medio annuo dell'1,2%.

La tabella mostra che nel secondo periodo l'ammontare di oro guadagnato dal Gruppo dei Dieci (compresa la Svizzera, il che porta ad undici il numero dei membri) è stato considerevolmente inferiore — inferiore di circa 1 miliardo di dollari — a quello del primo periodo. Escludendo il Regno Unito, e gli Stati Uniti, tuttavia il Gruppo ha guadagnato più oro nel secondo periodo, naturalmente perché gli Stati Uniti e il Regno Unito hanno perso oro. Ma è importante osservare che anche in questo gruppo più ridotto, l'aumento di oro in relazione all'incremento delle riserve (incluse le posizioni di riserva nel Fondo) nel secondo periodo è stato inferiore rispetto al primo.

Un altro fatto che io ritengo interessante riguarda il gruppo definito come « altri paesi sviluppati » quali la Spagna, l'Austria, la Danimarca, la Norvegia, ecc. L'ammontare di oro che essi hanno immesso nelle loro riserve è aumentato notevolmente: da un aumento di 415 milioni di dollari nel 1954-59 sono passati ad un aumento di 1,5 miliardi di dollari nel 1960-65. Ma anche in questo caso l'ammontare di oro immesso nelle riserve relativamente all'incremento delle riserve è rimasto proporzionalmente lo stesso. In altri termini questi paesi come gruppo non hanno apportato modifiche significative nella struttura delle riserve rispetto all'oro, ma hanno mantenuto pressoché inalterata la politica di formazione della riserva in generale.

La tabella III-2 è tratta dal rapporto BIS per il 1966 e comprende alcuni dati provvisori per il 1966. Commenterò molto brevemente questa tavola poiché è già ampiamente commentata nel rapporto. Quel che la tavola mostra è che la domanda privata di oro ha all'incirca raggiunto un punto tale che, in assenza di vendite della Russia, come è avvenuto nel 1966, il mercato assorbe tutta la disponibilità non lasciando nulla alle necessità monetarie. Ora, giacché i paesi al di fuori del Gruppo dei Dieci continuano ad aggiungere una certa quantità di oro alle loro riserve, ciò significa che mancando le vendite della Russia, il Gruppo dei Dieci si trova probabilmente nelle condizioni di dover perdere oro.

Dopo aver esaminato questi fatti, che forse dopotutto non sono tanto noiosi, quali conclusioni possiamo trarne? Prima di tutto io credo si possa dire che l'incremento delle riserve totali è stato abbastanza adeguato, temperando questo rilievo aggiungendo che questa adeguatezza è dovuta al fatto che sono state attuate un certo numero di transazioni speciali. Senza queste transazioni l'incremento delle riserve non sarebbe stato adeguato, per dire tutto in poche parole. Una seconda conclusione inevitabile è che i problemi per il sistema dei pa-

TAB. III-2. *Disponibilità ed impieghi dell'oro*

Anni	Disponibilità di oro			Acquisti ufficiali netti	Domanda privata		
	Nuova produzione	Vendite russe	Totale		Usi industriali oggetto di statistica (12 paesi)	Altri impieghi privati	Totale
in milioni di dollari US							
1953	845	75	920	455	•	•	465
1954	895	75	970	670	•	•	300
1955	940	75	1.015	665	•	•	350
1956	975	150	1.125	490	165	470	635
1957	1.015	260	1.275	690	195	390	585
1958	1.050	220	1.270	680	200	390	590
1959	1.125	300	1.425	750	220	455	675
1960	1.175	200	1.375	345	265	765	1.030
1961	1.215	300	1.515	600	285	630	915
1962	1.290	200	1.490	330	330	830	1.160
1963	1.355	550	1.905	840	325	740	1.065
1964	1.395	450	1.845	750	430	665	1.095
1965	1.430	550	1.980	400 ^a	475	1.105	1.580
1966 ^b	1.435	—	1.435	— 55 ^c	530	960	1.490

^a Compresi circa 150 milioni di acquisti della Cina.

^b Stime preliminari.

^c Compresi circa 75 milioni di acquisti della Cina.

gamenti internazionali riguardano interamente il Gruppo dei Dieci. Gli altri paesi non hanno avuto difficoltà nell'incrementare le loro riserve senza effettuare transazioni speciali. Tornando alle mie osservazioni iniziali, penso che i fatti ci abbiano mostrato qualcosa circa la natura dei nostri problemi.

In secondo luogo essi ci mostrano che questi problemi non soltanto sono urgenti, ma che sono anche problemi che ci hanno continuamente assillato negli ultimi cinque anni.

Quanto al terzo motivo per guardare ai fatti, la speranza che essi possano suggerire una soluzione per il futuro, sono dolente di deludervi; quale possa essere la soluzione migliore dipende non soltanto dai fatti ma dalla visione personale del futuro del mondo. Concluderò osservando che quella che conta sarà la visione che avranno gli stati sovrani, piuttosto che quella mia personale.

IV. Il punto di vista di Rueff

di Jacques Rueff

È molto generoso definire la mia posizione come « il punto di vista di Rueff », perché in gran parte il mio punto di vista è anche quello del professor Triffin e del Bernstein. Probabilmente è il punto di vista anche di coloro che sottoscrissero la Carta del Fondo Monetario Internazionale a Bretton Woods e del Presidente Roosevelt nel 1934, quando portò il prezzo dell'oro da 20 a 35 dollari per oncia. Per questo io non credo di meritare un tale onore, ma lo accetto perché lo ritengo utile per stabilire tanto chiaramente quanto mi sarà possibile le mie vedute circa l'oro e la riforma del sistema dei pagamenti.

In termini generali la mia posizione è ispirata alla convinzione che non ci troviamo di fronte ad un problema di mancanza di liquidità. Vediamo in ogni paese dell'Occidente, compresa la Gran Bretagna ed ora fino ad un certo punto anche negli Stati Uniti, politiche di stabilizzazione e « politiche dei redditi », segno evidente che non c'è mancanza, bensì un eccesso di liquidità. Il mio amico Milton Gilbert ha detto che il Gruppo dei Dieci è impegnato nella creazione di riserve; l'operazione come egli la descrive è « una deliberata creazione di riserve per bisogni in aumento ». Ma non c'è un crescente bisogno di riserve; c'è un bisogno di valute sul mercato dei cambi per pagare i deficit inglesi e americani, non c'è altro.

Può darsi che in futuro ci possa essere il bisogno di ulteriori riserve. Ricorderemo quindi che la produzione di oro non è una quantità fissa. Nel 1928 ero un membro giovanissimo del Segretariato della

Economista di grande rilievo sia nei circoli ufficiali che in quelli accademici, Jacques Rueff è membro dell'Académie Française, Cancelliere dell'Istituto di Francia e Consigliere economico del presidente De Gaulle, primo vice Governatore della Banca di Francia, Giudice della Corte di Giustizia della Comunità Europea del carbone e dell'acciaio e, successivamente, della Corte della Comunità Europea. Tra i suoi libri: *The Age of Inflation* (1963), e *The Balance of Payments* (1967).

Lega delle Nazioni e preparai un memorandum per la Delegazione per i problemi dell'oro, la quale, fra l'altro, esattamente come il Gruppo dei Dieci, lamentava la mancanza di liquidità. Il mio memorandum mostrava che fino al 1914 la produzione di oro era di sette volte maggiore in periodi di prezzi decrescenti rispetto ai periodi di prezzi crescenti. È un truismo, ma anche un'importantissima dichiarazione, dire che la produzione di oro è influenzata dal meccanismo del prezzo. Quando i prezzi dei beni scendono, si determina una situazione equivalente ad un aumento relativo del prezzo dell'oro, e quando i prezzi dei beni salgono, ad una diminuzione relativa del prezzo dell'oro.

La mia preoccupazione fondamentale nell'attuale situazione, è che il sistema attuale sembra fatto apposta per *creare* un deficit nella bilancia dei pagamenti dei paesi con monete chiave. Si tratta della vecchia questione dell'uovo e della gallina: la creazione di riserve non è solo il risultato del deficit dei pagamenti degli Stati Uniti e del Regno Unito, ne è *la causa*.

È stato detto che sicuramente non c'è stato eccesso di domanda totale negli Stati Uniti. Ciò è abbastanza vero; quel che c'è stato di errato negli Stati Uniti è stata la mancanza di un adeguamento della domanda totale al deficit della bilancia dei pagamenti. Correggere questa situazione non è solo questione di ritornare al *gold standard*, perché gli Stati Uniti sono ancora al *gold standard*; ogni banca centrale può cambiare i suoi dollari in oro. Ma il *gold standard* è colpito da una malattia con sintomi molto gravi. Questa malattia è il *gold-exchange standard*. È una specie di cancro il cui risultato è, ad esempio, che nello stesso giorno i dollari riscossi in Francia, ritornano sul mercato monetario di New York per cavo e sono investiti in Buoni del Tesoro o in depositi bancari. Ho visto che ciò avviene in pratica, non è una teoria ma un fatto. Dal 1960 questo fenomeno è stato predominante; e il fatto che non c'è mai stata una contrazione della domanda totale corrispondente al deficit della bilancia dei pagamenti degli SU, spiega perché questo deficit è continuato e continuerà fin quando ci saranno paesi disposti ad incrementare i propri averi di dollari.

I miei amici di Washington sono d'accordo sul fatto che a causa del *gold-exchange standard* non c'è una contrazione automatica del credito corrispondente al deficit della bilancia dei pagamenti, ma essi dicono: « Quello che non avviene attraverso il mercato monetario, noi lo possiamo ottenere con una deliberata politica di credito ». Io ho detto loro: « Potete farlo, ma non c'è nessuna probabilità che lo facciate ». In un anno in cui c'è stato un deficit di tre miliardi di dollari nella bilancia dei pagamenti essi non avrebbero potuto ridurre il credito di un ammontare equivalente. Ciò sarebbe stato possibile tecnicamente, ma politicamente impossibile.

Per me quindi la questione principale non è il prezzo dell'oro,

bensí la questione della reattività del livello della domanda totale alla posizione della bilancia dei pagamenti. Nel mio ultimo piccolo libro sulla bilancia dei pagamenti, che fra breve verrà pubblicato negli Stati Uniti, io ho citato circa quindici casi che sono cosí precisi che nessuno, credo, potrà dubitare dell'efficacia del meccanismo di adattamento qualora vi sia un vincolo fra la domanda interna e la bilancia dei pagamenti. Consideriamo di nuovo il caso degli Stati Uniti i quali, malgrado il deficit della bilancia dei pagamenti, hanno una bilancia commerciale in attivo. L'attivo della bilancia commerciale è dovuto al fatto che gli Stati Uniti spendono tanta moneta all'estero per aiuti, spese militari, ecc. È in virtù dei contributi molto generosi al benessere del resto del mondo che gli Stati Uniti hanno sempre una bilancia commerciale attiva. Quando mi trovavo in America nell'aprile 1965, gli Americani avevano appena inventato le « autolimitazioni » e dicevano fieramente: « Vedrete, riequilibreremo la bilancia dei pagamenti ». Io dissi loro che era ingannevole credere che il deficit dei pagamenti potesse venir curato con una riduzione delle spese all'estero — spese militari, spese per aiuti — o, in altre parole, con le autolimitazioni. Tutti i precedenti indicano che questa politica riduce soltanto l'attivo della bilancia commerciale e non ristabilisce l'equilibrio. Da allora abbiamo visto infatti che l'attivo commerciale degli SU, si è ridotto, mentre il deficit dei pagamenti è rimasto.

Se mi fosse concesso, vorrei chiedere al dr. Emminger che il Gruppo dei Dieci dedicatesse parte del suo tempo allo studio delle esperienze passate, dei casi in cui la bilancia dei pagamenti è ritornata in equilibrio. Sono sicuro che il suo gruppo troverebbe casi decisivi che indicherebbero chiaramente quale dovrebbe essere il rimedio.

Per esprimere in modo positivo il mio punto di vista debbo dire che sono senz'altro d'accordo con il mio caro amico Triffin circa la diagnosi della crisi. Io credo che egli abbia il gran merito di essere stato uno dei primi ad effettuare la diagnosi. Io l'ho fatto nel 1932, perché sono piú vecchio di lui, quando la situazione era la stessa. Egli ha avuto il gran merito di averlo fatto ora.

Per quanto riguarda i rimedi non credo che quelli proposti con molta logica da Triffin e da Bernstein saranno mai applicati. È per questa ragione che propongo di seguire una strada diversa. Ciò che io ho in mente dovrebbe venir realizzato mediante una convenzione internazionale che comprenda il Gruppo dei Dieci piú alcuni altri paesi.

Questi paesi in primo luogo dovrebbero convenire di non aumentare, da una certa data in poi, le loro riserve in dollari e sterline; questa clausola non interferirebbe in alcun modo con i depositi di queste valute per fronteggiare le necessità correnti. Ho messo insieme dollari e sterline benché il caso della sterlina sia alquanto differente da quello del dollaro. Il bisogno fondamentale, e l'obiettivo, è di creare una si-

tuazione in cui un paese in deficit perda quello che guadagna un paese in attivo.

A questo riguardo userò un esempio che ho talvolta usato in passato. Se avessi trovato un sarto il quale fosse d'accordo per restituirmi l'ammontare del mio conto il giorno in cui lo pago, avrei molto meno cautela nell'ordinare nuovi abiti e la mia bilancia dei pagamenti sarebbe in deficit. Questo è il solo segreto del deficit della bilancia dei pagamenti degli SU: gli Stati Uniti hanno un deficit perché i dollari che hanno impiegato per sanare il deficit sono tornati indietro nel paese attraverso il *gold-exchange standard*. Questo è il punto fondamentale, tutto il resto è trascurabile.

Per ristabilire un efficiente sistema di pagamenti si sarebbe dovuto fare qualcosa circa i dollari e le sterline esistenti immobilizzati come riserve. Nel caso del dollaro conoscete i dati: i paesi esteri hanno attualmente circa 14 miliardi di dollari nelle riserve ufficiali, mentre gli Stati Uniti hanno circa 13 miliardi di dollari di oro, di cui quasi 11 miliardi immobilizzati a copertura delle banconote in circolazione. La riserva a copertura delle banconote potrebbe naturalmente venir cambiata, e io non avrei obiezioni a questo proposito. Se le banche centrali estere cercassero di convertire in oro una parte sostanziale dei loro depositi di dollari, turberebbero notevolmente la situazione e creerebbero agli Stati Uniti la necessità di porre un embargo sull'oro.

Non ho bisogno di dire che ciò non è soltanto una cattiveria della Francia. Come voi sapete nel 1965 la domanda francese incise soltanto per la metà delle uscite di oro dagli Stati Uniti. Dopotutto nessuno poteva attendersi che i creditori restassero quieti vedendo deteriorarsi la solvibilità degli SU. Non voglio con questo dire mancanza di ricchezza; la potenza economica degli SU è di gran lunga la maggiore ed essi sono il paese più ricco del mondo. È questione di solvibilità monetaria, e non ci si può aspettare che i banchieri centrali che hanno dollari e che hanno responsabilità verso i depositanti, rimangano tranquillamente seduti aspettando in silenzio il giorno in cui i loro depositi in dollari non saranno più convertibili in oro.

Se si vuole quindi ristabilire un efficiente sistema di pagamenti è necessario sbarazzarsi di gran parte dei dollari e delle sterline esistenti nelle riserve. Il secondo punto della convenzione dovrebbe far sí che il prezzo al quale le banche centrali comprano e vendono l'oro, crescesse simultaneamente e nella stessa proporzione. L'entità di questo aumento del prezzo dovrebbe venir decisa di comune accordo, ma si può prevedere che, poiché il livello dei prezzi è raddoppiato dal 1934, quando il prezzo dell'oro fu fissato al livello attuale dal presidente Roosevelt, il nuovo prezzo dovrebbe essere approssimativamente il doppio. Tenuto conto che dal 1934 in poi le tecniche di estrazione dell'oro sono notevolmente perfezionate, potrebbe essere accettabile un aumento del prez-

zo piú in basso, posto che il prezzo abbia assunto un giusto livello in relazione ai costi di produzione.

Come terzo punto dell'accordo, gli Stati Uniti e la Gran Bretagna dovrebbero decidere di devolvere parte dell'aumento del valore nominale dei rispettivi *stocks* aurei, al pagamento immediato in oro dei dollari e delle sterline posseduti dalle banche centrali. Ritengo che in tal modo gran parte dei disavanzi dell'area del dollaro sarebbero ripagati. La situazione per quanto riguarda i disavanzi della sterlina è differente perché in gran parte le sterline sono in mano ai paesi del Commonwealth con i quali ci sono dei validi patti sottoscritti sulla fiducia; pertanto non insisterei sul fatto che tutti i disavanzi della sterlina dovrebbero essere ripagati, ma lascerei al governo britannico di decidere quale sia l'ammontare piú giusto.

Se il prezzo dell'oro fosse approssimativamente raddoppiato i disavanzi ufficiali del dollaro potrebbero essere pagati in oro senza influenzare il valore del dollaro per i rimanenti depositi di oro degli SU. I 13 miliardi di oro degli SU al nuovo prezzo sarebbero a 26 miliardi e gli Stati Uniti potrebbero impiegarne la metà per pagare le banche centrali, conservando allo stesso tempo la stessa posizione di cassa in termini di dollari. Quindi una variazione del prezzo dell'oro non comporterebbe alcun rischio di deflazione o d'inflazione per gli Stati Uniti.

Per la Gran Bretagna la posizione è un po' differente. La Gran Bretagna ha circa due miliardi di dollari in oro. Se il prezzo dell'oro fosse raddoppiato diventerebbero quattro miliardi di dollari. Ciò sarebbe appena sufficiente a pagare un terzo dei 12 miliardi di dollari in sospeso, anche se a tal fine fosse impiegato l'intero *stock* aureo britannico. Ma, come ho già detto in precedenza, questi 12 miliardi di dollari nei disavanzi della sterlina hanno caratteristiche profondamente diverse dai disavanzi del dollaro, ed io ripeto che il governo britannico dovrebbe decidere quale sia la parte che pensa sia necessario ripagare.

Ciò nonostante se si vuole ristabilire un efficiente sistema monetario internazionale, è essenziale che il governo britannico sia in posizione tale da ripagare quei disavanzi della sterlina che ritiene necessario ripagare; tutto questo mi porta al quarto punto della convenzione. A parte i paesi con valute chiave, ci sarebbero altri paesi che hanno oro e non hanno disavanzi da ripagare. Se il prezzo dell'oro fosse raddoppiato, il valore nominale dei loro *stocks* aurei sarebbe corrispondentemente aumentato. Pertanto io propongo che questi paesi offrano alla Gran Bretagna un prestito ventennale o venticinquennale pari all'ammontare del disavanzo della sterlina che non sia stato già consolidato *de jure* o *de facto*, mettendo in grado il governo britannico di ripagare questi disavanzi. Questa non è una proposta insolita; fra le due guerre sono avvenute spesso cose di questo genere. Quando ero al Ministero del Tesoro in Francia, noi abbiamo concesso notevoli prestiti alla Gran Bretagna

e di converso la Gran Bretagna ha messo a nostra disposizione notevoli risorse. Questa procedura è nelle migliori tradizioni delle operazioni delle tesorerie ed io sono convinto che il credito della Gran Bretagna è tale che non ci sarebbe nessuna difficoltà per il reperimento di un tale prestito.

Il prestito, tuttavia, assorbirebbe solo una parte dell'eccedenza nominale risultante dall'aumento del prezzo dell'oro. Io propongo che una parte dell'eccedenza rimanente sia destinata, di comune accordo, ai paesi in via di sviluppo sotto forma di prestiti. I prestiti potrebbero venir effettuati tramite le istituzioni esistenti, o usando l'eccedenza per provvedere capitale da destinare a nuove istituzioni, oppure destinando semplicemente l'eccedenza ai paesi in sviluppo. Ad ogni modo questi sono argomenti che andrebbero discussi in comune fra coloro che sono direttamente interessati.

Infine la rimanente eccedenza andrebbe destinata, anche in questo caso di comune accordo, al pagamento dei debiti — specialmente i debiti con le banche centrali.

Se fossero fatte tutte queste cose la sistemazione delle transazioni internazionali in oro sarebbe ristabilita senza pericolo d'insolvenza dei paesi deficitari. Per essere realistici tuttavia, devo ammettere che un piano di questo genere non potrebbe divenire operativo qualora l'opinione pubblica degli Stati Uniti fosse contraria. È molto importante dunque far fronte a questa obiezione.

Per quanto posso vedere dall'esterno, l'opinione pubblica negli Stati Uniti è orientata contro una variazione del prezzo dell'oro per un certo numero di obiezioni. Si è argomentato che un passo del genere sarebbe incompatibile con la stabilità monetaria; che sarebbe reazionario, retrogrado, ingiusto; che sarebbe contrario agli interessi americani e britannici; che sarebbe indebitamente favorevole ai paesi produttori di oro quali il Sud Africa e l'Unione Sovietica; ed infine, argomentazione principale, che sarebbe un'offesa all'onore degli Stati Uniti. Sono venuto a conoscenza di quest'ultima argomentazione nel corso di una riunione a New York quando il mio vecchio amico Bill Martin disse: « Dopo tutto e sopra ogni cosa si tratta dell'onore degli Stati Uniti ». Se fosse vero io in verità non avrei mai proposto un piano di questo tipo. Non ho dimenticato i nostri debiti verso gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, non soltanto nel senso finanziario della parola, ma anche in senso politico e di sopravvivenza, ed io non avrei mai avanzato una proposta ingiuriosa per gli Stati Uniti. Vorrei pertanto tentare di confutare queste obiezioni.

In primo luogo si argomenta che un aumento del prezzo dell'oro sarebbe pericoloso per la stabilità monetaria. È possibile considerare ragionevole una politica che vuole mantenere un solo prezzo soltanto, il prezzo dell'oro, al livello fissato nel 1934 dal presidente Roosevelt, quan-

do il livello generale dei prezzi negli Stati Uniti era la metà di quello attuale? Immaginate cosa voi pensereste se una politica analoga fosse applicata al grano o al ferro. Il bisogno di oro è approssimativamente proporzionale al livello generale dei prezzi. È ragionevole mantenere artificialmente il valore dello *stock* di oro esistente e della produzione annua di oro pari alla metà di quello che sarebbe se l'oro fosse reintegrato nella sua posizione normale nella gerarchia dei prezzi? Mantenere il prezzo dell'oro al livello del 1934 equivale ad imporre un handicap molto pericoloso al sistema monetario internazionale mediante una limitazione artificiale del valore degli *stock* di oro esistenti e della produzione corrente.

È vero che, in condizioni normali, l'assenza di variazioni del prezzo dello standard monetario è la chiave del meccanismo con cui si può mantenere, per lunghi periodi, la stabilità del livello dei prezzi. Nel 1914 negli Stati Uniti l'indice dei prezzi era approssimativamente uguale a quello del 1820 malgrado il notevolissimo aumento della produzione e la temporanea lievitazione dei prezzi a causa della Guerra Civile. Per mantenere però la stabilità del livello generale dei prezzi, il meccanismo monetario deve operare con continuità. Nella prima metà del secolo per ben due volte ha cessato di funzionare: durante la prima guerra mondiale, quando il livello dei prezzi negli Stati Uniti è salito del 50 per cento, e durante la II Guerra Mondiale, quando il livello generale dei prezzi si è più che raddoppiato. Dopo una simile variazione, per un paese che voglia ristabilire la libertà dei pagamenti internazionali ci sono soltanto due scelte possibili: una riduzione del livello generale dei prezzi riportandoli al livello della parità monetaria, oppure una variazione del prezzo dell'oro corrispondente alla variazione del livello generale dei prezzi. Il primo metodo, variazione del livello generale dei prezzi, è il rimedio che la Gran Bretagna ha tentato di applicare nel 1925. Come risultato si è avuto oltre un milione di disoccupati ed infine è stato necessario abbandonare questa politica. A quel tempo il problema era solo quello di una correzione del 10%. Immaginate quale sarebbe stato il risultato disastroso di una politica intesa ad operare una riduzione del 50% del livello dei prezzi! È per questa ragione che io sostengo la necessità di cambiare il prezzo dell'oro. Questa variazione andrebbe effettuata una volta per tutte, ammesso che non ci sia una eventuale nuova guerra mondiale e che non sia ristabilito il regime di *gold-exchange standard*. Contrariamente all'opinione che una variazione del prezzo dell'oro sarebbe pericolosa per la stabilità monetaria, la posizione potrebbe essere rovesciata, potendosi dire che: una variazione del prezzo dell'oro è necessaria per raggiungere e per mantenere la stabilità monetaria.

In secondo luogo passiamo ad esaminare l'argomentazione secondo la quale una variazione del prezzo dell'oro sarebbe reazionaria e retrograda. Coloro che si oppongono alla soppressione del *gold-exchange stan-*

dard vedono in questo passo un ritorno al sistema monetario dei nostri avi. Questo però è un grosso errore. Non è questione di ristabilire il *gold standard*, perché come ho già detto, il *gold standard* già esiste. Il presidente Roosevelt non distrusse, bensì ristabilì il *gold standard* mediante un aumento del prezzo dell'oro. Similmente, una variazione del prezzo dell'oro attualmente non significherebbe un ritorno al passato, ma la correzione di un errore che sta seminando i germi di una grande depressione mondiale.

In terzo luogo una parola circa l'argomentazione per cui una variazione del prezzo dell'oro sarebbe ingiusta. Il mantenere il prezzo dell'oro al livello del 1934 offre, a chiunque produca grano o acciaio o qualunque altro prodotto il cui prezzo è raddoppiato dal 1934, un peso in oro doppio di quello che avrebbe ricevuto allora in cambio dei suoi prodotti. È onesto equo o giusto, quando l'oro scarseggia ed il mondo tenta di limitare la domanda di oro, offrire un simile incoraggiamento ad ottenere oro in cambio dei propri prodotti?

In quarto luogo c'è l'argomentazione a proposito del fatto che una variazione del prezzo dell'oro sarebbe contraria agli interessi americani. L'ultima volta che sono stato negli Stati Uniti ho fatto visita ad un importante senatore americano che mi ha detto: « Conosco molto bene la politica del vostro paese; volete prendere tutto il nostro oro; vorreste quindi raddoppiarne il prezzo e realizzare un enorme profitto a nostre spese ». Gli ho risposto: « È esattamente il contrario, mio caro amico. È nostro intendimento raddoppiare il prezzo dell'oro, finché ne avete, e di prenderne la metà di quanto abbiamo il diritto di chiedervi, date le condizioni della nostra bilancia, in termini di dollari ». Non sto difendendo una posizione francese; è una posizione che interessa il mondo intero al solo fine di ristabilire un sistema monetario efficiente.

In quinto luogo esaminiamo l'argomentazione secondo la quale una variazione del prezzo dell'oro sarebbe indebitamente favorevole a certi paesi produttori di oro, quali la Russia e il Sud Africa. Esaminiamo prima il caso della Russia. Tutte le informazioni di cui dispongo indicano che il costo di produzione dell'oro in Russia è molto alto e che la Russia preferirebbe pagare le sue importazioni in beni di consumo anziché in oro. Supponiamo che una variazione dei prezzi dell'oro incoraggi la Russia ad includere l'oro nelle sue esportazioni. Che cosa c'è di male nel vendere ciò che produciamo in cambio di oro russo anziché di grano, acciaio o carbone russo? Per quanto riguarda il Sud Africa, coloro che si sono opposti alla variazione del prezzo dell'oro per non fornire alcun aiuto al Sud Africa, sono gli stessi che temono che il sistema attuale porti alla deflazione. Non si può avere però un aumento della produzione di oro senza pagarne il prezzo.

Arriviamo infine all'ultimo punto, l'argomento del mio amico Bill Martin per cui una variazione del prezzo dell'oro sminuirebbe l'onore

degli Stati Uniti. Ma perché? I dollari che sono nelle riserve ufficiali non hanno una clausola oro cui sono ancorati. Nessun tribunale al mondo, ed io per dieci anni sono stato Giudice presso la Corte della Comunità Europea, ha mai deciso che la clausola oro debba essere applicata qualora non sia esplicitamente stipulata. Comportarsi come se la clausola oro esistesse quando non esiste, significa fare un dono ai possessori di dollari a spese del paese debitore, gli Stati Uniti. Coloro che posseggono dollari non possono sostenere di avere un diritto, morale, implicito alla clausola oro, come è d'altronde dimostrato anche dal fatto che alcuni di loro hanno esplicitamente ottenuto una garanzia oro. Non si devono confondere i due tipi di diritti; per uno c'è una clausola oro, per l'altro no. In assenza di essa non c'è obbligo morale di pagare ad un valore in oro prefissato. L'onore di una nazione debitrice consiste nella sua capacità di pagare i propri debiti. Sono spiacente di dire che, nelle circostanze attuali, nessuno può immaginare che gli Stati Uniti, senza seguire una nuova politica, saranno in grado di pagare i disavanzi del dollaro, a meno che essi non ricorrano ad una garanzia di non convertibilità. Sarebbe forse di minor peso sull'onore degli Stati Uniti cambiare lo *status* del dollaro e ripagare in una moneta non convertibile in oro? A me personalmente sembrerebbe molto più onorevole applicare un articolo della carta costitutiva del Fondo Monetario Internazionale: un articolo previsto esattamente per situazioni analoghe a quelle in cui oggi ci troviamo.

In conclusione sono assolutamente certo che il prezzo dell'oro dovrà essere cambiato perché non c'è altra soluzione pratica, economicamente valida e moralmente accettabile che abbia probabilità di essere politicamente accettata. La sola questione fondamentale è: « Quando? ». Se la variazione verrà effettuata *a freddo* prima di una crisi, il mondo sarà sfuggito all'orrore di una nuova depressione. In caso contrario che cosa avverrà? Si avranno limitazioni delle importazioni negli Stati Uniti, controllo dei cambi ed infine, mi dispiace, un embargo sull'oro. Questa sarebbe la disastrosa conclusione di quanto è avvenuto negli ultimi dieci anni e di tutti gli sforzi che oggi vengono fatti per la liberalizzazione del commercio internazionale. Sarebbe un enorme passo indietro nel processo di civilizzazione, un passo che deve essere evitato ad ogni costo; questa è la ragione per cui dobbiamo studiare una qualche politica che consenta un rimedio pratico ed efficiente da applicare prima che sia troppo tardi.

V. Il punto di vista di Triffin

di Robert Triffin

Mi tenta notevolmente il desiderio di iniziare commentando una gran parte degli elementi comuni che riscontro nella diagnosi del collega Rueff e nelle proposte del dr. Bernstein, ma non è questo il momento per farlo; assumerò invece come mio punto di partenza l'eloquente indirizzo di apertura di Lord Robbins. Devo dire anzitutto che sono entusiasta del modo in cui Lord Robbins ha posto il problema ed anche delle sue conclusioni. In contrasto con Giscard d'Estaing sono fortemente tentato di dire *sí* senza alcun *ma*. Ciò sorprenderà qualcuno di voi; perciò, preferisco spiegare perché in realtà non trovo alcuna differenza tra quanto Lord Robbins ha detto e la mia interpretazione personale del problema.

In un mondo in cui i paesi sono divenuti sempre piú interdipendenti, egli ha sottolineato l'enorme scarto fra la natura sopranazionale del problema al quale ci troviamo di fronte e la molteplicità delle valute nazionali, che si associa con politiche definite in funzione nazionale e che spesso sono tra loro, internazionalmente, incompatibili. È chiaramente impossibile al momento attuale cambiare nell'arco di una notte questi sistemi tribali o nazionali cui siamo abituati, in un sistema sopra-

Robert Triffin ha guadagnato chiara fama come capo di numerose missioni monetarie e finanziarie nell'America Latina e in altri paesi. Ha occupato posizioni di rilievo nei ranghi direttivi presso il Federal Reserve Board ed il Fondo Monetario Internazionale e, come Consigliere nell'amministrazione per la Cooperazione Economica, ha avuto un ruolo fondamentale nella creazione dell'Unione Europea dei Pagamenti. Dal 1951 è professore di scienze Economiche all'Università di Yale presso la quale ha tenuto la cattedra di Perito Pelatiah dal 1958. I suoi lavori comprendono: *Monopolistic Competition and General Equilibrium Theory* (per il quale ha ricevuto l'ambito premio Well ad Harvard), *Europe and Money Muddle*, *Gold and the Dollar Crisis* e *World and Money Maze*.

nazionale nelle cui mani i singoli paesi dovrebbero deporre le loro preziose sovranità. Questo è un problema che si può risolvere gradualmente, mediante decisioni internazionali, non sopranazionali. Tuttavia ciò su cui vorrei insistere è che nel far questo non dovremmo dimenticare che il problema non è un problema nazionale: è un problema internazionale.

Come fu sottolineato nel famoso gruppo diretto dal professor Machlup, i tre problemi di base di cui ci troviamo di fronte sono i seguenti. Primo: qual è l'uso appropriato delle riserve? Secondo, dati i fini individuati nel rispondere alla prima domanda, qual è l'ammontare e il tasso d'incremento appropriato delle riserve? Terzo, e a mio avviso questa è la considerazione più urgente in questo momento, qual è la composizione appropriata delle riserve? Come è possibile andare avanti con diversi tipi di valute di riserva, che i paesi possono cambiare passando dall'una all'altra in qualsiasi momento? Mi sembra che quest'ultimo problema sia il più critico e mi spiace che l'attenzione non si sia fermata su di esso nelle discussioni ufficiali, per ragioni del tutto comprensibili, naturalmente, tenuto conto delle perturbazioni che una discussione pubblica potrebbe creare nel mercato.

Quali sono le soluzioni per questi problemi? A questo proposito dobbiamo considerare quattro domande. La prima domanda è la seguente: Chi è che presta? C'è solo una risposta. Soltanto chi risparmia può prestare; soltanto i paesi con una bilancia dei pagamenti in attivo possono realmente prestare agli altri. La seconda domanda è: Chi prende in prestito? Di nuovo c'è soltanto una risposta. I paesi in attivo possono prestare soltanto ai paesi in deficit. La terza domanda è « quanto », e qui convengo con le conclusioni del dr. Emminger come pure con la metodologia con cui sono state esposte nel suo ultimo rapporto¹. La quarta domanda infine è: a qual fine? A questo riguardo mi sembra essenziale considerare che i prestiti dovrebbero essere fatti per fini concordati in comune; a questo proposito temo che coloro per i quali la maggior obiezione al piano Triffin è la rinuncia alla sovranità che la sua adozione implicherebbe, dimenticano che con il sistema attuale c'è una più cieca e più completa rinuncia alla sovranità di quanto richiederebbero le mie proposte. Come i Francesi hanno molto chiaramente compreso, chiunque accumuli riserve fiduciarie in forma di moneta di un altro paese, in ef-

¹ « La creazione di una deliberata riserva dovrebbe essere connessa agli andamenti di lungo periodo dei bisogni *globali* delle riserve, come pure all'andamento ciclico dei deficit nazionali delle bilance dei pagamenti. Gli ammontari creati dovrebbero essere tali da promuovere un ordinato incremento, evitando nel mondo intero pressioni sia inflazionistiche che deflazionistiche sulla stabilità generale del sistema ». *Report to Ministers and Governors by the Group of Deputies*, 7 luglio 1966, p. 18, paragrafo 98.

fetti concede un prestito a questo paese, e per di piú concede un prestito senza alcun controllo sui fini per cui i fondi vengono impiegati. Effettivamente, l'obiezione francese alla rinuncia alla propria sovranità a favore delle banche di New York o del Tesoro degli Stati Uniti, è che operando al modo attuale, facilitano finanziariamente, mediante la Banca di Francia, ciò che essi, a torto o a ragione, ritengono che sia un eccessivo investimento privato diretto degli Stati Uniti (in Francia), una « rapina » per dirla con le loro parole, della proprietà e delle ditte francesi; od anche, facilitano finanziariamente, in tal modo, « l'escalation » nel Vietnam. Io penso che questi siano problemi ai quali non si può sfuggire piú a lungo e che vanno affrontati quanto prima con franchezza, perfino con una certa brutalità, se si vuol realizzare qualche progresso.

Sono d'accordo con Lord Robbins che la soluzione ideale non è per il domani; non è mai stata per il domani. Questo mondo è dominato da una legge ferrea, la legge dell'evoluzione. Sfortunatamente questa legge è ignorata sia a destra, dai conservatori, che a sinistra, dai radicali. I conservatori vivono nell'illusione di poter arrestare l'evoluzione, od anche di invertirne il corso, ritornando, ad esempio, al *gold standard*, il quale è descritto in termini che non si accordano con nessun precedente storico; il *gold standard* semplicemente cosí come è descritto oggi, non è mai esistito². Sarebbe senza dubbio molto comodo per l'umanità poter usare un sistema che metta in grado di evitare ogni responsabilità nella condotta dei propri affari. Sono tuttavia del tutto convinto che si tratti di una vana illusione e che né Dio né l'oro possono condurre gli affari per conto dell'uomo.

I radicali all'altro estremo vivono con un'altra illusione: di poter partire da una situazione perturbata, ignorando i sistemi e le istituzioni del passato di cui sono in parte prigionieri. Se comprendiamo cosa è la evoluzione, credo ci si accorgerà che le cose tendono a cambiare ed anche che noi stessi dovremmo cambiarle in tempo per prevenire le crisi; molte delle crisi del passato infatti si sono manifestate dopo un lungo intervallo di tempo nel corso del quale le istituzioni e la realtà andavano cambiando. Credo, ad esempio che i veri responsabili della rivoluzione russa o della rivoluzione nazista non siano stati Lenin o Hitler, bensí coloro che li hanno preceduti e non sono stati in grado di far fronte ai problemi del loro tempo.

A questo riguardo, vorrei aggiungere un punto alle conclusioni di Lord Robbins, un punto sul quale penso sarà anch'egli d'accordo. Convegno con lui che per qualche tempo dovremo vivere di espedienti,

² Vedere il mio studio *The evolution of the International Monetary System*, in *Studies in International Finance*, n. 12, Princeton, International Finance Section, Princeton University, 1964.

che non raggiungeremo una soluzione ideale per il domani. Dobbiamo però renderci conto, anche accettando interamente la filosofia che egli ha proposto, che sia molto importante, credo, tentare di delineare questi espedienti in modo tale che non siano vicoli ciechi, ma piuttosto espedienti che possano facilitare l'evoluzione nella direzione che egli stesso ha tracciato.

Passando da queste accademiche altezze ai negoziati come avvengono in realtà, voglio sottolineare di nuovo un fattore che si tende a trascurare, soprattutto da parte di noi economisti. Mi riferisco ad un fenomeno particolare, tipico dello stesso processo di negoziazione. Ho paura che quando i diplomatici danno inizio ai negoziati tendono immediatamente a dimenticare quel che li unisce, anche se sono d'accordo sul 90% dei fatti, e concentrano la loro attenzione su fatti di minore importanza per i quali, a torto o a ragione, ritengono che i loro interessi nazionali possano divergere. Incominciano a negoziare partendo da posizioni del tutto incompatibili, le cosiddette posizioni di negoziato o di *bluff*, tentando di tirare il tappeto nella propria direzione. Una volta che le discussioni iniziano su queste basi, si dà inizio ad un processo di laboriosa contrattazione tentando di riconciliare questi punti di vista incompatibili con un compromesso alquanto instabile. Gli elementi iniziali sui quali si era completamente d'accordo, sono ormai dimenticati.

Mi piacerebbe scendere nei dettagli, ma mi limiterò invece a dire quanto sia stata scoraggiante l'esperienza dei negoziati del gruppo dei Dieci. È avvenuto che gradualmente ci siamo intrappolati nella situazione in cui ora ci troviamo, obbligati a procedere secondo gli schemi del piano CRU, che fu esplicitamente concepito e organizzato per congelare i paesi sottosviluppati nel timore che essi potessero imprimere al sistema una spinta verso l'inflazione. In effetti, anziché averli congelati, abbiamo gradualmente aperto loro la strada per una partecipazione del 25% o del 35%; abbiamo ulteriormente stimolato il loro appetito ventilando la possibilità di una specie di « manna del cielo » che inizialmente era stata loro negata. Ma ora, a questo punto, è troppo tardi per tornare indietro e la riuscita dei negoziati sarà influenzata in misura molto maggiore da queste tribolazioni, che dagli interessi fondamentali prospettati all'inizio del negoziato.

Noi economisti siamo troppo disposti in questi giorni a umiliare la nostra scienza comportandoci non come consiglieri economici, ma come psicanalisti, tentando di prevedere cosa può oggi accettare il signor Debré o ieri Giscard d'Estaing o domani qualcun altro. Credo che questo sia un gioco che dobbiamo lasciare ai politici; in ogni caso ciò non dovrebbe certamente influenzare il nostro giudizio.

Ma mentre sono poco propenso a fare qualsiasi tipo di previsioni a breve scadenza, sono invece decisamente disposto alle previsioni di lungo periodo. Far previsioni di lungo periodo è più sicuro che il fare pre-

visioni di breve periodo, perché ci si può basare sull'andamento di serie storiche che, a mio avviso, sono assolutamente incontrovertibili. In questo contesto, credo vi siano state due tendenze nell'ambito nazionale molto chiaramente delineate in relazione al problema che stiamo discutendo: col passare degli anni abbiamo visto che la moneta merce è stata gradualmente sostituita dalla moneta fiduciaria, all'inizio sotto forma di una pluralità di monete fiduciarie emesse da diversi istituti senza un controllo centralizzato. Nello stadio successivo la moneta fiduciaria ha completamente sostituito la moneta merce, ma è stata sottoposta in qualche modo al controllo centrale dell'autorità monetaria nazionale. Ciò è avvenuto ovunque nel mondo su una base nazionale; un fenomeno analogo è già cominciato per il sistema internazionale. I mezzi di riserva internazionali, l'oro e l'argento dei tempi passati, sono stati gradualmente sostituiti da riserve fiduciarie diverse: mezzi di riserva quali i dollari o le sterline o, in misura minore, altre monete circolanti.

Assistiamo oggi ad una terza fase: una tendenza graduale verso l'istituzione di riserve centralizzate sotto forma di partecipazioni alla riserva del FMI, come ha osservato Milton Gilbert. Nel 1937 l'oro (moneta merce) costituiva circa il 91% delle riserve monetarie mondiali. Per i paesi diversi da quelli a moneta chiave (cioè gli Stati Uniti ed il Regno Unito) questo valore è sceso al 49% a metà del 1966. Più di un quinto del totale delle riserve fiduciarie possedute (22%) da questi paesi, consisteva in partecipazioni alla riserva del Fondo.

Questo è un tipo di sviluppo che evidentemente può essere inquadrato in uno schema più ampio. È però senz'altro possibile che, negli anni immediatamente futuri, la mancanza di un accordo nel Gruppo dei Dieci o in altri negoziati, possa attenuare od anche temporaneamente invertire il lungo andamento storico che ho descritto, probabilmente a prezzo di tragiche crisi. Vorrei piuttosto credere, tuttavia, che la situazione non sarà così catastrofica. Se non riusciamo a raggiungere un accordo per le soluzioni di lungo periodo, possiamo fare quel che abbiamo fatto tra il 1940 e il 1950: dobbiamo sfuggire al disastro mediante diversi tipi di espedienti con un numero sempre maggiore di transazioni bilaterali tra le banche centrali così come alla fine degli anni '40 abbiamo stipulato accordi bilaterali di pagamento. Più tardi questi accordi bilaterali furono incorporati in accordi multilaterali tramite l'Unione Europea dei Pagamenti, il che, alla fine, ha portato ad un ritorno alla convertibilità per tutte le più importanti monete circolanti. Allo stesso modo, negli anni immediatamente futuri, potremo percorrere le stesse strade indirette ricorrendo ad espedienti di vario genere che tutti siano disposti ad accettare.

Pertanto concluderò dicendo che, nel lungo periodo, ci sono validi motivi per non dubitare che ci si muoverà, con un processo, più o meno veloce, più o meno ordinato, verso la centralizzazione delle riserve mon-

diali. Credo anche che questo tipo di evoluzione possa essere inquadrato nel piú ampio contesto del comportamento umano, il tipo di visione dell'evoluzione del mondo cosí come è stata delineata da uomini quali Teilhard de Chardin e, piú di recente, Jean Charon. Storicamente l'uomo è andato sempre cercando la strada per realizzare un maggior controllo del proprio destino; il successo di questa ricerca in un mondo sempre piú internazionale implica un graduale abbandono delle istituzioni tribali per adattarsi alla realtà di una interdipendenza crescente.

VI. Il punto di vista di Bernstein

di Edward M. Bernstein

L'oro e il Sistema Monetario Internazionale.

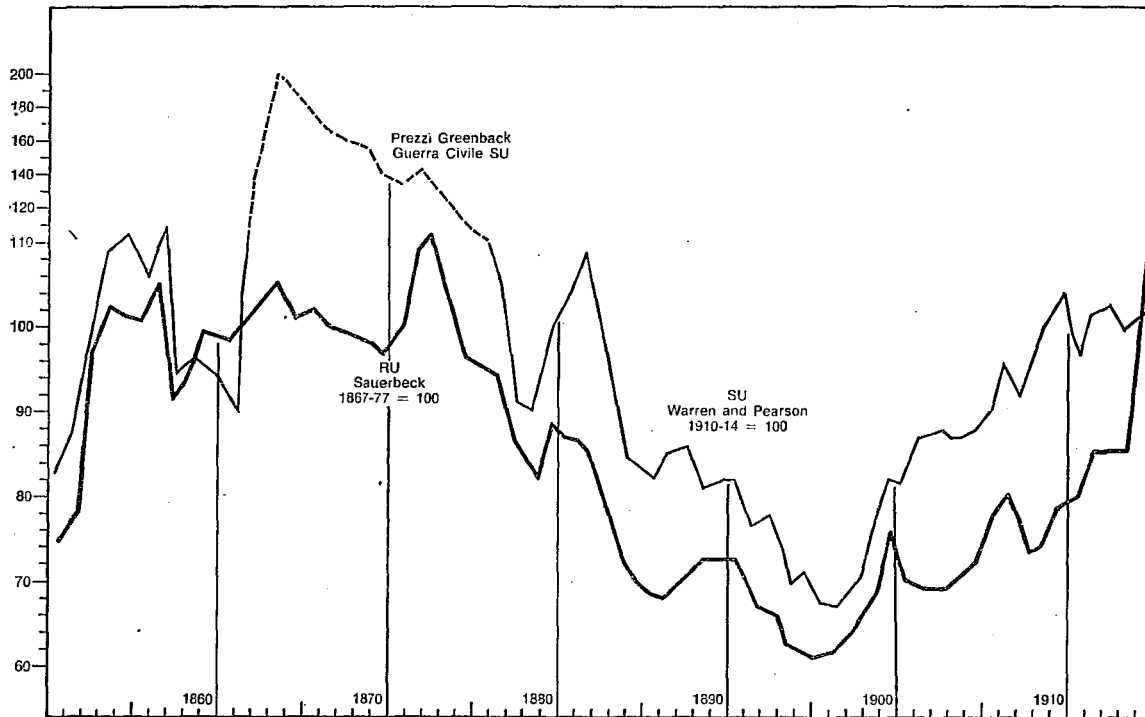
Esistono numerose illusioni sull'oro. Alcuni entusiasti pensano che l'oro sarebbe particolarmente adatto come base di un sistema monetario ideale. In effetti il *gold standard* si è sviluppato tardi nella storia moderna, è rimasto in vita, nella sua forma classica, per breve tempo, ed è sopravvissuto soltanto perché si è evoluto per soddisfare ai bisogni pratici della economia mondiale. Anche nel periodo del suo maggior prestigio, anteriormente alla prima Guerra Mondiale, il *gold standard* di vecchio stampo non costituiva una base soddisfacente per un sistema monetario, concepito secondo i criteri di oggi.

Il migliore test per controllare se il *gold standard* costituì una base soddisfacente del sistema monetario, è la stabilità dei prezzi che consentì. Ovviamente, nel periodo 1914-1934 c'è stata una esagerata instabilità dei prezzi dovuta all'inflazione degli anni di guerra e alla deflazione post-bellica. Ma, come mostra il grafico VI-1, dal 1851 al 1914, anche nel periodo in cui ci furono soltanto poche guerre di maggiore importanza, in Europa il livello generale dei prezzi crebbe e diminuì notevolmente per lunghi periodi: crebbe dal 1851 al 1873, diminuì dal 1873 al 1896, e di nuovo crebbe nel periodo 1896-1914. Con queste oscillazioni di lungo periodo, l'aumento o la diminuzione media annua fu di circa il 2%, di modo che la variazione complessiva dei prezzi fu di circa il 50% o più nel corso di 20-25 anni.

Da molto tempo noto come uno dei principali esperti americani di finanza internazionale, Edward M. Bernstein è stato per molti anni il principale esponente del Tesoro degli Stati Uniti; figura chiave alla Conferenza di Bretton Woods nel 1944, è stato anche primo Direttore dell'Ufficio Ricerche e Statistiche del Fondo Monetario Internazionale. È fondatore e presidente della EMB (Ltd), una organizzazione per le ricerche economiche in Washington D. C.

La causa dell'alterna inflazione e deflazione, fu il tasso di incremento molto irregolare dello *stock* di oro. Era inevitabile che la produzione di oro, legata a scoperte fortuite e progressive nella tecnologia dei minerali, potesse essere o troppo abbondante o troppo scarsa per i bisogni monetari mondiali.

GRAF. VI-1. *Indice dei prezzi all'ingrosso negli Stati Uniti e nel Regno Unito, 1851-1915*



Produzione di oro, periodi quinquennali, 1841-1915
(migliaia di onces di fino per anno)

1841 - 45	1.267	1866 - 70	6.243	1891 - 95	7.882
1846 - 50	2.255	1871 - 75	5.405	1896 - 00	12.447
1851 - 55	6.187	1876 - 80	5.340	1901 - 05	15.607
1856 - 60	6.361	1881 - 85	4.940	1906 - 10	20.971
1861 - 65	5.975	1886 - 90	5.461	1911 - 15	22.259

L'opinione che il *gold standard* abbia disciplinato necessariamente la stabilità monetaria è un'illusione. In tempi normali, il rigido legame fra disponibilità di moneta e le riserve di oro dette vita a depressioni ricorrenti ed, occasionalmente, a crisi monetarie. In periodi di emergenza, o particolarmente in tempo di guerra, nessun paese consentì che l'incremento delle sue disponibilità di moneta fosse limitato da un legame con l'oro. Ogni grande guerra quindi determinò una enorme inflazione malgrado il *gold standard*. E quel che è peggio la mistica dell'oro impose una distruttiva deflazione, come conseguenza del ritorno al *gold standard* tradizionale. Il fatto è che il *gold standard* classico non ha prov-

veduto alla stabilità monetaria, anche nelle condizioni più favorevoli, perché non lo avrebbe potuto.

Alcuni dei maggiori sostenitori del *gold standard* ammettevano che la produzione di oro non assicurava un giusto ammontare di oro monetario sufficiente a mantenere un andamento stabile del livello generale dei prezzi. Essi proponevano di risolvere il problema regolando sia la domanda che l'offerta di oro. Nel 1919 R. G. Hawtrey scrisse: « Se nel futuro aderiremo al *gold standard*, è del tutto auspicabile che l'impiego di oro destinato ai fini monetari sia ovunque sotto controllo... Vogliamo in tal modo regolare la domanda di oro in modo che il suo valore... non vari sostanzialmente »¹. Gustav Cassel sostenne energicamente questo punto di vista².

Il principio che il valore dell'oro dovesse essere controllato fu ampiamente accettato dopo la prima Guerra Mondiale. Nell'aprile del 1922, la conferenza di Genova raccomandò che ciascun paese controllasse il proprio sistema monetario in modo tale da mantenere la parità aurea della propria moneta, mentre allo stesso tempo le banche centrali avrebbero dovuto sempre fare in modo, operando congiuntamente, di stabilizzare il prezzo dell'oro. La conferenza di Genova infatti raccomandò che la cooperazione delle banche centrali fosse formalizzata da una convenzione internazionale al fine di « economizzare » l'uso dell'oro, mantenendo le riserve ufficiali sotto forma di valute estere, ad esempio attraverso il *gold-exchange standard*, o con una sorta di sistema di compensazione internazionale³.

Negli anni '20 furono avanzate altre proposte per stabilizzare nel lungo periodo il valore dell'oro, attraverso la regolazione dell'offerta. Il prof. R. A. Lehfeldt della Università di Witwatersrand suggerì che le principali nazioni si riunissero in un sindacato per acquistare e gestire le miniere d'oro assicurando in tal modo una adeguata offerta di oro. Diceva: « La produzione dovrebbe essere posta sotto il controllo di una autorità, che dovrebbe agire secondo una prospettiva di lungo periodo, ed agire nell'interesse del mondo anziché in quello degli azionisti delle miniere »⁴. Anche Lehfeldt tuttavia ammetteva che tali proposte per il controllo della produzione dell'oro erano « troppo campate in aria »⁵.

La distinzione fra il controllo della domanda e il controllo dell'offer-

¹ R. G. Hawtrey, *Monetary Reconstruction*, London, Longmans Green e Co., 1923, pp. 48, 50, 51.

² Gustav Cassel, *Money and Foreign Exchange after 1914*, London, Constable e Co., 1922, p. 263.

³ Risoluzione 9 della Conferenza di Genova. Il testo delle risoluzioni di Genova è pubblicato negli *Atti del Congresso degli SU nelle Testimonianze sulla legge Strong*, 1927, pp. 957-58.

⁴ R. A. Lehfeldt, *Restorations of the World's Currencies*, London, P. S. King e Son Ltd, 1923, pp. 56-60.

⁵ R. A. Lehfeldt, *Money*, London, Oxford University Press, 1926, p. 108.

ta dell'oro è un espediente analitico. La domanda e l'offerta rilevante non è quella dell'oro ma quella delle riserve monetarie. Ridurre la domanda di oro significa tenere in riserva valori diversi dall'oro; ciò richiede la disponibilità di altri valori di riserva equivalenti all'oro. La sola distinzione pratica tra l'oro e la valuta estera come riserva monetaria è che l'oro è un valore finale di riserva, mentre la valuta estera non lo è. Questa è la ragione per cui sono state fatte tante considerazioni per creare un valore di riserva simile alle valute estere ma avente la caratteristica dell'oro come valore finale di riserva. Nel 1933 Keynes propose di creare un'autorità monetaria internazionale per l'emissione di banconote-oro fino ad un massimo di 5 miliardi di dollari da distribuire fra i paesi partecipanti, in cambio di un eguale ammontare dei loro depositi di oro, e ad un basso tasso di interesse⁶. La proposta di una « Unità di Riserva » fa parte naturalmente dei piani per regolare la disponibilità delle riserve.

C'è anche un altro modo per regolare l'offerta di oro, cioè mediante variazioni del suo prezzo. Durante gli anni '30 le riserve auree mondiali aumentarono, in termini monetari, del 70% attraverso successive svalutazioni di tutte le principali monete correnti: la sterlina, il dollaro, e quindi tutte le monete appartenenti al blocco dell'oro (Francia, Belgio, Olanda, Svizzera). Non fu un movimento concertato per aumentare il prezzo dell'oro. Di fatto, tutti i paesi si opposero alla svalutazione, in particolare quelli facenti parte del blocco dell'oro, fin quando furono sopraffatti dalla deflazione e dalla depressione, considerevolmente intensificata nei paesi del blocco dell'oro dalla precedente svalutazione della sterlina e del dollaro.

Alcuni economisti vedono un pericoloso parallelo fra la situazione delle riserve attuali e quella degli anni '20 e propongono di aumentare l'attuale livello delle riserve, di stimolare la futura produzione di oro e di incrementare la percentuale di oro nelle riserve totali mediante un simultaneo ed uniforme incremento del prezzo dell'oro, dal 50 al 100 per cento in termini di tutte le monete circolanti; vi sono energiche obiezioni ad un passo del genere. Ne risulterebbe un immediato ed enorme incremento delle riserve monetarie totali. Si verificherebbe una redistribuzione arbitraria delle riserve monetarie mondiali sulla base dell'attuale composizione delle riserve dei singoli paesi, cioè in favore di quelli che hanno oro piuttosto che dollari o sterline nelle proprie riserve. Una variazione del prezzo dell'oro implicherebbe una frattura nella fiducia verso gli Stati Uniti e il Regno Unito da parte di quei paesi che hanno le loro monete come riserva. Vorrebbe dire premiare gli speculatori ed i tesaurizzatori e compensare con profitti inaspettati tutti coloro che consi-

⁶ J. M. Keynes, *The Means to Prosperity*, New York, Harcourt, Brace e Co., 1963.

derano l'oro come un investimento speculativo piuttosto che come una riserva monetaria.

Un provvedimento del genere vorrebbe dire la distruzione del *gold standard*. Si possono giustificare le svalutazioni successive al 1930 perché determinate da causa di *forza maggiore* e sopportate malvolentieri da tutti i maggiori paesi industrializzati. Una riduzione concertata della parità aurea per tutte le valute correnti in un periodo di prosperità senza pari non troverebbe però alcuna giustificazione. I sostenitori di un aumento del prezzo dell'oro hanno presentato elaborate proposte per rendere certo che l'aumento delle riserve auree degli Stati Uniti e del Regno Unito verrebbe impiegato per liquidare i conti esteri di sterline e di dollari. Queste proposte assicurerebbero unicamente una insufficienza ancora maggiore delle riserve in questi due paesi. Per i paesi industrializzati dell'Europa continentale un aumento del prezzo dell'oro porterebbe le loro riserve auree a 9,5 miliardi di dollari (50%) o a 19 miliardi di dollari (100%). L'improvviso aumento delle riserve auree, forse, con il passare del tempo, sarebbe meglio distribuito fra i vari paesi. Ma ciò richiederebbe una vasta inflazione nei paesi Europei che avessero acquisito una larga eccedenza delle riserve.

La giustificazione, valida per il lungo periodo, di un più alto prezzo dell'oro deve essere che esso consentirebbe l'incremento delle riserve di oro ad un tasso appropriato. Questo ci sembra un obiettivo irraggiungibile, tenuto conto dell'effetto incerto di un aumento del prezzo dell'oro sulla tesaurizzazione e sulla detesaurizzazione privata. Quale sicurezza c'è che il nuovo prezzo dell'oro non determini (dopo aver prodotto variazioni nei depositi) una produzione sostanzialmente maggiore o minore di quella necessaria ad un appropriato incremento delle riserve monetarie? Qualora l'incremento delle riserve monetarie si mostrasse troppo forte o troppo piccolo, si potrebbe cambiare ripetutamente il prezzo dell'oro fino ad ottenere l'esatto ammontare di oro necessario all'incremento delle riserve monetarie? E se l'aumento o la diminuzione del prezzo dell'oro è un mezzo impiegato al fine di regolare l'incremento delle riserve monetarie, quale significato avrebbe il fatto di definire in termini di oro le monete circolanti?

Alcuni difensori dell'aumento del prezzo dell'oro sperano che esso renda possibile l'abbandono della politica di controllo della moneta. In realtà ciò invece aumenterebbe il bisogno di una politica monetaria perché introdurrebbe un nuovo elemento di disturbo nel sistema monetario. Non è pratico e non è necessario regolare l'incremento delle riserve monetarie mediante variazioni del prezzo dell'oro. A mio avviso, se non ci fossero altri mezzi per affrontare il problema delle riserve se non mediante un aumento del prezzo dell'oro, alcuni paesi, e forse molti, deciderebbero forse di abbandonare il *gold standard* e rifiuterebbero di comprare o vendere oro ad un prezzo fisso. Essi concluderebbero giustamen-

te di poter condurre i loro affari monetari in modo migliore, anche se non completamente soddisfacente, in un sistema di rapporti di cambio fluttuanti, sganciati dalle variazioni del prezzo dell'oro.

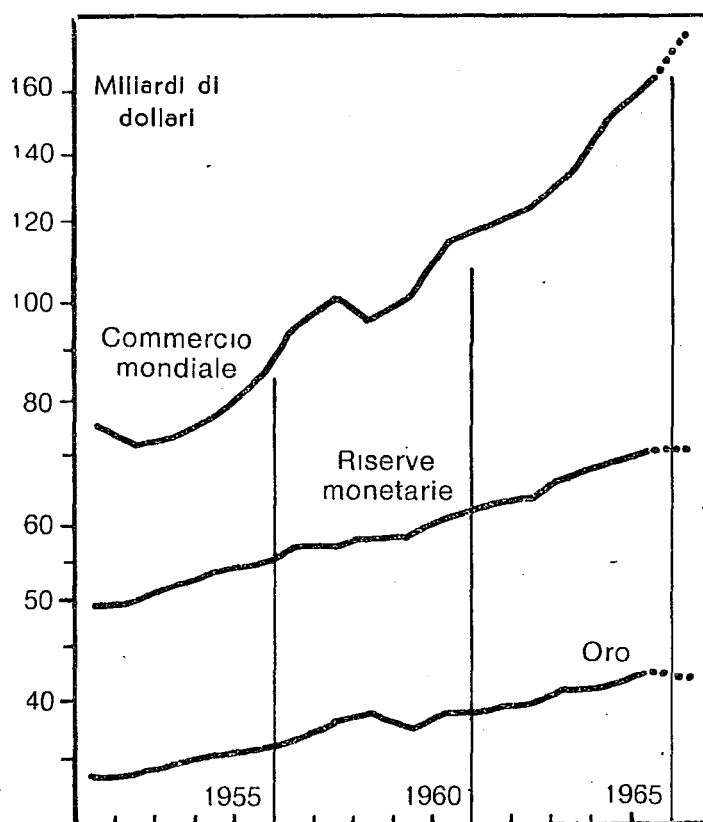
La funzione delle valute estere come riserve monetarie.

Dalla fine della guerra, sono intervenute variazioni di notevole entità nel ruolo dell'oro nelle riserve monetarie. Dall'inizio del 1950 alla fine del 1966 lo *stock* aureo monetario mondiale, escluso il blocco comunista e incluso il Fondo Monetario Internazionale e le altre istituzioni internazionali, è cresciuto ad un tasso medio annuo dell'1,4 per cento. Malgrado ciò, le riserve monetarie totali di tutti i paesi, escluso il blocco comunista, sono cresciute ad un tasso medio annuo del 2,7 per cento. Mentre le riserve monetarie totali sono andate crescendo con questo tasso moderato, il commercio mondiale è cresciuto al tasso medio annuo del 7,5 per cento. Allo stesso tempo c'è stata una radicale redistribuzione delle riserve, dagli Stati Uniti verso i paesi industrializzati dell'Europa e il resto del mondo. Sia l'incremento che la redistribuzione delle riserve sono state essenziali per l'espansione del commercio mondiale e per ristabilire la convertibilità delle monete. L'incremento delle riserve sotto altre forme permette di correggere l'incremento insufficiente delle riserve di oro e rende possibile l'espansione dei pagamenti e del commercio mondiali.

Come mostra il grafico VI-2 l'incremento totale delle riserve per tutti i paesi dall'inizio del 1950 si è verificato principalmente in valute estere e soprattutto in forma di dollari. In questi diciassette anni le riserve di oro di tutti i paesi al di fuori del blocco comunista (escluso il FMI e le altre istituzioni internazionali) sono aumentate di circa 7,5 miliardi di dollari. D'altro canto, le riserve in valute estere sono aumentate di circa 12,8 miliardi di dollari, di cui quasi 11 miliardi in dollari, e le sottoscrizioni nette al FMI sono aumentate di oltre 4,6 miliardi di dollari. Poiché queste quote presso l'FMI (quota oro) sono ritirabili, hanno l'attributo di riserva. La maggior parte di queste quote hanno avuto origine da sottoscrizioni in oro presso il FMI, e il resto è il risultato di versamenti delle valute di paesi in attivo nei riguardi di altri membri dell'organizzazione.

La redistribuzione delle riserve monetarie che si è verificata dopo il 1950 risulta evidente dalla variazione della percentuale relativa alle riserve possedute dagli Stati Uniti e dagli altri paesi dell'Europa continentale. All'inizio del 1950 gli Stati Uniti possedevano il 73,4% delle riserve di oro ed il 57,2% del totale delle riserve totali di tutti i paesi al di fuori del blocco comunista. I paesi industrializzati dell'Europa continentale detenevano il 10,2% delle riserve di oro e l'11,1% del totale

GRAF. VI-2. *Riserve monetarie e commercio mondiale*
(anni 1951-66)

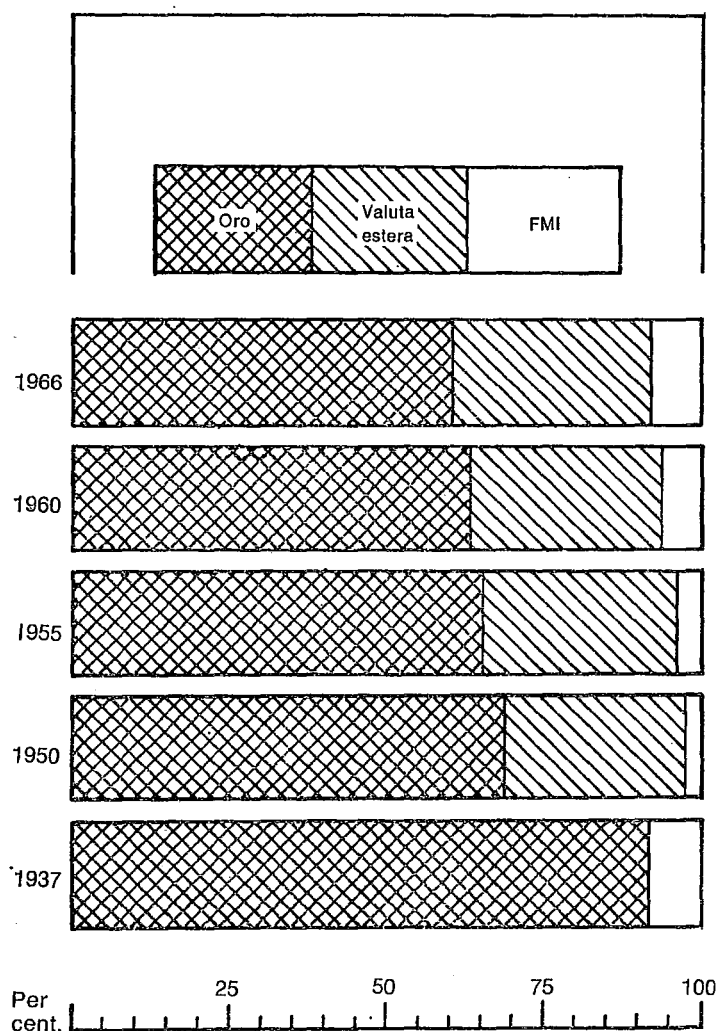


delle riserve di tutti i paesi. Alla fine del 1966 gli Stati Uniti possedevano il 32,4% delle riserve di oro e il 20,9% del totale delle riserve di tutti i paesi. I paesi industrializzati dell'Europa continentale possedevano il 46,1% delle riserve di oro e il 43,0% del totale delle riserve di tutti i paesi.

L'incremento e la redistribuzione delle riserve dal 1950 è stato il risultato del notevole e prolungato deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Quali che siano le critiche che si possono fare alla politica della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, non si può negare che i deficit degli Stati Uniti sono stati indispensabili all'incremento delle riserve monetarie e per una redistribuzione delle riserve particolarmente desiderabile. D'altra parte, l'aumento delle riserve di cambi esteri, ha mutato la struttura del sistema delle riserve. All'inizio del 1950 costituiva il 73,5% del totale delle riserve. Alla fine del 1966 circa il 58% del totale delle riserve, e il rimanente era costituito da dollari, sterline, altre monete estere e diritti di prelievo verso il FMI. Questi *trends* sono illustrati nel grafico VI-3.

Variazioni di entità così notevoli nell'ammontare, nella distribuzione e nella struttura delle riserve, non si sarebbero potute verificare se gli Stati Uniti non fossero stati disposti ad accettare un indebolimento delle proprie posizioni di riserva e se gli altri paesi non fossero stati di-

GRAF. VI-3. *Composizione delle riserve 1937-1966*



sposti ad accumulare riserve, particolarmente in dollari. Fino al 1958 gli Stati Uniti hanno considerato la propria bilancia dei pagamenti come subordinata agli altri obiettivi della propria politica economica internazionale, quali la ricostruzione dell'Europa e la ricostituzione delle riserve monetarie di questi paesi. Successivamente gli Stati Uniti continuarono a fornire gli aiuti del piano Marshall anche quando i paesi beneficiati aggiungevano notevoli quantitativi di oro e di dollari alle loro riserve. Dopo il 1958 gli Stati Uniti considerarono fatto di maggiore importanza l'obiettivo di riequilibrare la propria bilancia dei pagamenti. Il surplus della bilancia commerciale SU di beni e servizi, nel 1964, era aumentato a 8,5 miliardi di dollari. Questo miglioramento della bilancia commerciale fu però in parte compensato da un incremento degli investimenti privati esteri degli SU. Negli ultimi due anni il boom degli investimenti e le notevoli spese militari per il Vietnam hanno ulteriormente indebolito la possibilità di eliminare il deficit dei pagamenti degli Stati Uniti.

La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha consentito ai paesi dell'Europa continentale in attivo di ristabilire le loro riserve. Fino a

pochi anni fa non ci sarebbero stati dubbi sul loro bisogno di incrementare le riserve. Più di recente questi paesi si sono mostrati riluttanti a vedere una continuazione del deficit della bilancia dei pagamenti degli SU. Ciò non perché le loro riserve siano eccessive o vadano aumentando ad un tasso troppo rapido. Sarebbe difficile indicare specificatamente quale dei Paesi Europei abbia riserve maggiori del necessario. Piuttosto le pressioni inflazionistiche interne hanno reso questi paesi poco propensi ad accumulare nelle proprie riserve dollari, mentre gli SU sono in deficit.

I paesi industrializzati dell'Europa continentale hanno un problema di inflazione. È tuttavia esagerato imputare in misura significativa il loro aumento dei prezzi e dei costi al deficit dei pagamenti degli SU. Negli ultimi dodici anni i paesi del Mercato Comune, Svizzera ed Austria hanno avuto una esportazione netta di beni e servizi pari, in media, a circa lo 0,7 per cento del prodotto nazionale lordo. Una diversione delle risorse di entità così modesta per l'acquisizione delle riserve non può essere riguardata come uno dei maggiori fattori dell'inflazione europea. Nello stesso periodo gli SU hanno avuto una continua eccedenza nelle esportazioni nette di beni e servizi ed hanno provveduto al resto del mondo con le risorse reali della propria produzione.

Di maggiore importanza sembrano essere gli effetti inflazionistici dei deficit dei pagamenti degli SU attraverso l'espansione monetaria indotta nei paesi con una bilancia attiva. Un attivo nella bilancia dei pagamenti, misurato sulla base delle valute che affluiscono nella riserva, cresce automaticamente l'offerta di moneta. Le autorità monetarie possono compensare questa eccedenza di moneta con alcune contromisure, possono consentire di aumentare l'offerta di moneta e contemporaneamente limitare l'espansione del credito, oppure possono consentire che l'aumento di moneta generi una espansione multipla del credito. Se le autorità monetarie sono disposte a consentire una espansione del credito e non compensano o minimizzano gli effetti di un aumento delle riserve monetarie, la base bancaria offerta da queste riserve alla espansione del credito, è soltanto un sostituto dell'acquisizione di altri valori da parte delle banche centrali. In termini quantitativi l'acquisizione di riserve ha costituito solo una piccola parte dell'incremento dei valori monetari nella maggior parte dei paesi europei per gli ultimi cinque anni. Nei sette paesi sotto indicati, la percentuale mediana dell'incremento di valori monetari sotto forma di riserve monetarie è stata pari al 9,1 per cento del totale.

L'attuale sistema ha raggiunto un punto di svolta. Negli ultimi due anni l'ammontare delle riserve esistenti in forma di dollari sono andate diminuendo. In parte ciò è avvenuto perché il deficit dei pagamenti degli SU si è ridotto. In parte perché i dollari sono stati convertiti in oro. È evidente che i dollari non possono contribuire all'incremento delle ri-

Fonti dell'incremento dei valori monetari nei paesi europei, 1961-1966
(miliardi di unità monetarie nazionali)

Paesi	Valori mone-	Valori mone-	Incremento	Fonti di incremento	
	tari al 30 giugno 1961 *	tari al 30 giugno 1966 *		Riserve	Credito
Austria	90,21	158,62	68,41	13,49	54,92
Belgio	285,60	438,60	153,00	25,10	127,90
Francia	108,21	201,41	93,20	21,03	72,17
Germania	183,50	323,30	139,80	6,70	133,10
Italia	14.582,00	28.027,00	13.445,00	1.222,00	12.223,00
Olanda	19,20	29,47	10,27	0,22	10,04
Svizzera	51,73	79,98	28,25	2,55	25,71

* Moneta corrente, depositi correnti, depositi e risparmi a tempo, e altre voci bancarie. Fonte: *International Financial Statistics*, Supplement to 1966-67 e January 1967.

serve monetarie, o almeno solo per poco tempo e certamente non nella stessa misura del passato. L'accumulazione ad un tasso rapido di mezzi riserva di cui si può chiedere la conversione, espone gli Stati Uniti al pericolo di una massiccia conversione di dollari in oro, in un momento di crisi economica o politica. Ad ogni modo il resto del mondo non può continuare a dipendere dalla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti come fonte delle riserve. Una volta eliminato il deficit dei pagamenti degli SU, il mondo non avrà altro mezzo per incrementare le sue riserve, al di fuori dell'estrazione di nuovo oro e dell'acquisto di oro dalla Russia che non venga assorbito dalla produzione industriale o dalla tesaurizzazione privata. Ciò è troppo poco e troppo incerto per i bisogni monetari mondiali.

Il professor Triffin ha suggerito di rendere liquidi i depositi di dollari e di sterline che sono in possesso dei governi esteri e delle banche centrali. Il suo proposito è quello di evitare una rapida conversione in oro dei dollari e delle sterline. La disponibilità liquida dei dollari e delle sterline eviterebbe all'economia mondiale spinte deflazionistiche mediante l'obbligo della liquidazione del debito. Inoltre ciò determinerebbe una ingente ed immediata riduzione delle riserve monetarie totali. Il mondo ha bisogno di riserve in forma di cambi esteri. Esse sono componenti delle riserve monetarie utili e necessarie in un mondo in cui le banche centrali, nelle regolazioni del mercato dei cambi, hanno sostituito l'oro privato e l'arbitraggio dei cambi esteri. Quali che siano gli espedienti realizzati per la riforma del sistema delle riserve, una considerevole parte delle riserve continuerà ad esistere sotto forma di dollari e di sterline. Ciò nonostante non è possibile né desiderabile che il futuro incremento delle riserve monetarie dipenda per la maggior parte dalle valute estere.

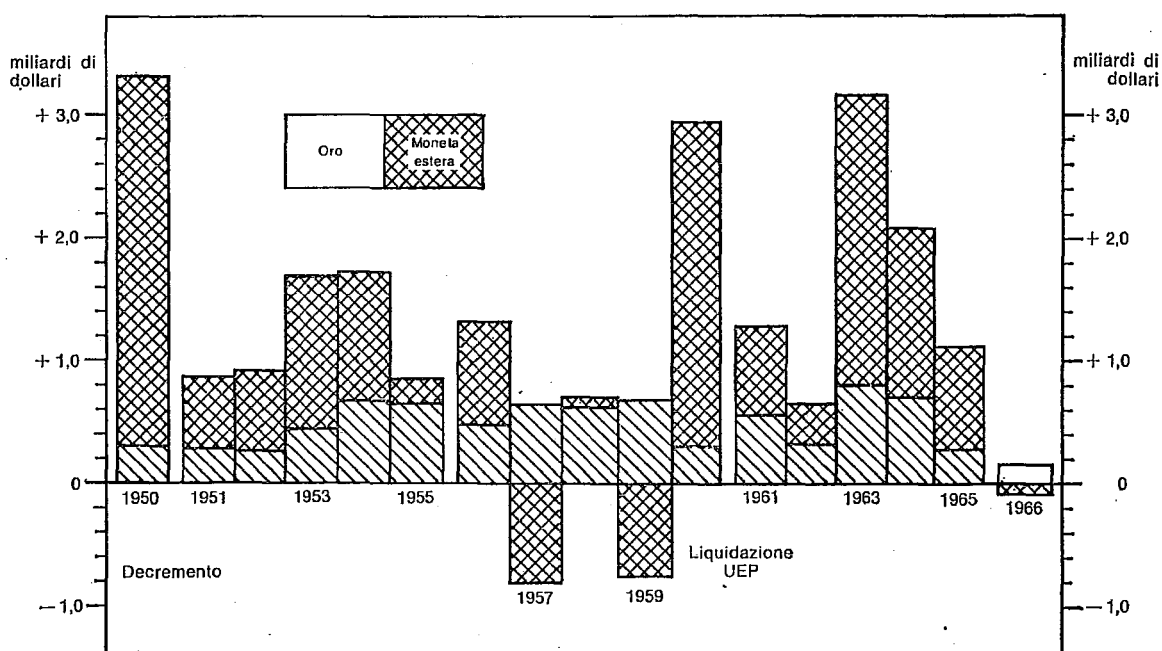
Creazione di nuovi mezzi di riserva.

Né l'oro né i cambi esteri possono provvedere un sicuro ed adeguato incremento delle riserve monetarie. Ciò è intrinseco alle condizioni che determinano l'incremento dei valori delle riserve monetarie. Inoltre poiché queste condizioni cambiano rapidamente, l'incremento delle riserve di oro e di cambi esteri di anno in anno è soggetto ad una estrema variabilità. Di conseguenza le riserve monetarie possono crescere enormemente in alcuni anni (1950, 1960, 1963), mentre in altri anni possono crescere molto poco o addirittura diminuire (1957, 1959, 1966). Tutto ciò è illustrato nel grafico VI-4.

La variabilità annua dell'incremento di oro non è dovuta alle rapide variazioni della sua produzione. Negli anni recenti la produzione di oro è cresciuta ad un tasso relativamente costante. Anche il consumo industriale dell'oro è cresciuto ad un tasso costante ma piuttosto rapidamente. D'altra parte gli altri fattori che influenzano l'afflusso dell'oro nelle riserve monetarie sono piuttosto volubili. Le vendite di oro dell'Unione Sovietica dipendono dalla sua bilancia dei pagamenti, e le variazioni annue sono essenzialmente dovute alle necessità di importazioni straordinarie, quali ad esempio le importazioni di grano quando c'è un raccolto insufficiente.

Tuttavia la maggiore volubilità si riscontra nell'assorbimento di oro da parte dei privati, per la speculazione e da parte delle riserve monetarie dei paesi comunisti quali la Cina. Di conseguenza, l'incremento annuo dello *stock* monetario di oro negli ultimi dieci anni è passato da un aumento di circa 840 milioni di dollari nel 1963 ad una diminuzione di circa 240 milioni di dollari nel 1965 e continua a decrescere nel 1966.

GRAF. VI-4. Incremento delle riserve di oro e moneta estera



Negli ultimi sei anni l'incremento medio annuo dello *stock* di oro monetario, escluso il blocco comunista, e compresi i depositi del FMI e delle altre istituzioni internazionali, è stato inferiore a 450 milioni di dollari.

L'incremento delle riserve monetarie sotto forma di cambi esteri, è ancora più variabile. Il principale elemento determinante dell'incremento delle riserve di cambi esteri è stato dal 1950 la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sulla base delle transazioni fra i paesi che fanno parte del sistema delle riserve. Dal 1951 al 1957 il deficit degli SU è stato in media di 600 milioni di dollari l'anno, e nel 1951 e nel 1957 la bilancia dei pagamenti è stata in attivo. Dal 1958 al 1966 il deficit degli SU è stato in media pari a circa 2 miliardi di dollari l'anno, ma la media scende a circa 1 miliardo di dollari all'anno dal 1964 al 1966. Inoltre l'influenza del deficit degli SU sulle riserve, dipende dalla preferenza dei paesi in attivo ad accumulare oro o dollari. Di conseguenza, in alcuni anni, potrebbe non esserci un aumento delle riserve sotto forma di dollari. Ciò è avvenuto nel 1951, 1957, 1965, 1966. Per tutte le forme di cambi esteri la variazione annua delle riserve ha oscillato fra un incremento di 2,9 miliardi di dollari nel 1950, e di 2,3 miliardi di dollari nel 1963, e una diminuzione di 800 milioni di dollari nel 1956, e di 735 milioni di dollari nel 1965 (in coincidenza con la liquidazione dell'UEP) ed è praticamente senza variazioni nel 1966.

Non c'è ragione per prevedere nel futuro un incremento delle riserve di oro più ampio che per il passato, e comunque potrebbe anche non esserci alcun incremento negli anni immediatamente prossimi. Ci sono considerevoli ragioni per prevedere nel futuro un più limitato incremento delle riserve di valute estere ed un incremento più basso o nullo delle riserve in dollari nei prossimi anni. La politica degli SU è quella di riequilibrare la bilancia dei pagamenti; e questo obiettivo verrà raggiunto. Quando i pagamenti degli SU saranno in equilibrio, l'incremento delle riserve totali sarà limitato all'oro di nuova estrazione e alle vendite di oro dell'Unione Sovietica non assorbite dagli impieghi industriali e dai depositi dei privati. Quando i pagamenti degli SU saranno in attivo, le riserve monetarie totali, esclusi i diritti di prelievo sulla quota oro presso il FMI, potranno addirittura non crescere giacché l'aumento delle riserve di oro, se mai vi sarà, sarà bilanciato da un decremento delle riserve in dollari.

Il mondo ha bisogno di un adeguato incremento delle riserve monetarie ad un tasso relativamente stabile. Se a ciò non può essere provveduto mediante l'oro o le valute estere, sarà necessario provvedervi mediante la creazione di un nuovo mezzo di riserva. Questo nuovo elemento di riserva dovrà avere una stretta somiglianza con le riserve di cambi esteri; potrà però anche avere alcune delle caratteristiche di riserva dell'oro. Cioè, il nuovo elemento di riserva, pur essendo inevita-

bilmente uno strumento creditizio nel senso che sarà una obbligazione del paese che lo emette dovrebbe avere un valore fisso e garantito in oro, e dovrebbe essere un elemento finale di riserva.

Il modo migliore per assicurare un ordinato incremento delle riserve è quello della creazione di Unità di Riserva. I membri del FMI dovrebbero istituire un conto « Unità di Riserva » autorizzato ad emettere Unità di Riserva coperte dalle monete in circolazione nei paesi aderenti, avendo ciascuno dei membri depositato un ammontare convenuto della propria moneta nel Conto Unità di Riserva, in cambio di un equivalente ammontare delle Unità di Riserva. Quindi se agli Stati Uniti fossero assegnati 300 milioni di dollari di Unità di Riserva, essi dovrebbero depositare lo stesso ammontare di dollari, garantiti contro la svalutazione, presso il Conto Unità di Riserva. L'assegnazione delle Unità di Riserva potrebbe avvenire in proporzione alle quote sottoscritte presso il FMI o su base analoga. I paesi aderenti dovrebbero impegnarsi ad accettare le Unità di Riserva nel regolamento delle bilance dei pagamenti.

Le Unità di Riserva sarebbero una moneta di cambio con l'estero composito, formate da percentuali determinate di tutte le monete dei paesi partecipanti. Dal momento che la maggior parte del supporto delle Unità di Riserva sarebbe costituito da dollari, sterline, marchi, franchi ed altre monete di altri paesi di maggior credito, esse sarebbero eccezionalmente garantite. Inoltre il FMI potrebbe usare le eccedenze accumulate per coprire ogni perdita che potrebbe verificarsi nel caso che un paese partecipante si ritirasse dagli accordi che reggerebbero le Unità di Riserva. Sarebbe anche possibile al Gruppo dei Dieci garantire i propri membri contro ogni perdita dovuta al possesso di Unità di Riserva, suddividendo il rischio tra i membri stessi.

L'ammontare delle Unità di Riserva emesse ogni anno, sarebbe sufficiente, con l'incremento medio dell'oro monetario, ad assicurare un adeguato ma non eccessivo incremento delle riserve monetarie totali. Poiché l'emissione delle Unità di Riserva sarebbe destinata esclusivamente ad assicurare il normale incremento delle riserve totali, sarebbe possibile determinare l'ammontare dell'emissione annua in un periodo di cinque anni. Se, per qualche motivo, l'ammontare emesso secondo gli accordi fosse in un certo anno giudicato troppo grande o troppo piccolo, l'emissione di quell'anno potrebbe essere aumentata o diminuita con un voto speciale di tutti i partecipanti.

La proposta delle Unità di Riserva è stata criticata come una innovazione pericolosa perché fornisce ai singoli paesi delle riserve non guadagnate. Questa considerazione sembra essere basata sull'incomprensione del modo con il quale i paesi, nel sistema attuale, acquisiscono le riserve. In effetti i paesi incrementano le riserve mediante le eccedenze della bilancia dei pagamenti. Queste eccedenze possono essere guadagnate nel senso che un paese può avere un'eccedenza di entrate rispetto ai pa-

gamenti per beni e servizi. Ma un'eccedenza può anche derivare da prestiti o da altre entrate di capitale. Nel senso usuale ciò non sarebbe guadagnato, sebbene un paese trasferisca valori (titoli, diritti, ecc.) in cambio del credito che riceve. L'Unità di Riserva è semplicemente un credito multilaterale sotto forma di valori di riserva forniti reciprocamente dai paesi partecipanti. In cambio delle Unità di Riserva che ricevono, i paesi partecipanti devono dare un ammontare equivalente della propria moneta.

Non vedo come le Unità di Riserva proposte differiscano dal tipo di riserve che secondo Triffin andrebbero create dalle banche centrali di tutto il mondo. Se tali banche centrali estendessero il credito alla riserva di un paese che avesse una bilancia dei pagamenti in deficit, darebbero in prestito valori di riserva ad un paese che non lo ha guadagnato, ma avrebbero come contropartita un titolo che è valutabile. Allo stesso modo, se le banche centrali del mondo provvedessero di mezzi di riserva i paesi mediante operazioni di libero mercato, darebbero a questi paesi valori di riserva che essi non hanno meritato, ma avrebbero in cambio altrettanti titoli perfettamente valutabili.

La differenza essenziale tra le riserve create con il piano Triffin e quelle create con le Unità di Riserva proposte, è che l'ammontare creato da una banca centrale mondiale sarebbe indeterminato, dipendendo da quelle operazioni di credito che quella banca centrale mondiale decidesse d'intraprendere. Poiché le riserve sono create a seconda delle richieste di crediti dei diversi paesi, l'incremento effettivo delle riserve dipenderebbe dal deficit delle bilance dei pagamenti che dovrebbe essere finanziato. In un periodo in cui i pagamenti mondiali fossero in equilibrio, la estensione di crediti ai paesi in deficit non implicherebbe creazione di riserve. E se un paese che in precedenza ha contratto prestiti con le banche centrali ripagasse i suoi debiti, le riserve totali verrebbero ridotte. D'altro canto se le banche centrali del mondo dovessero intraprendere operazioni di mercato aperto per creare mezzi di riserva, si otterrebbe lo stesso risultato che si avrebbe se si emettessero Unità di Riserva, eccettuato il fatto che ci sarebbe una determinazione *ad hoc* riguardo all'ammontare delle operazioni di mercato aperto e nessuna assicurazione riguardo alla loro distribuzione fra i vari paesi. La filosofia del piano Triffin sembra poggiare sul principio che l'ammontare da creare dovrebbe essere in relazione all'immediato bisogno di riserve, necessarie per coprire i deficit delle bilance dei pagamenti.

La filosofia della proposta Unità di Riserva è alquanto differente. L'emissione di tali mezzi di riserva non è concepita per mettere in grado un paese di migliorare il livello medio delle sue importazioni e degli altri pagamenti, relativamente alle sue esportazioni e alle altre entrate, cioè per consentire ad un determinato paese di avere per un certo numero di anni una bilancia più passiva di quanto altrimenti avrebbe. Il fine

delle Unità di Riserva proposte è di mettere i paesi in grado di incrementare normalmente sia le esportazioni (entrate) sia le importazioni (pagamenti), ma senza alterarne le reciproche relazioni. Ciò non significa che le Unità di Riserva non debbano essere usate per finanziare i deficit delle bilance dei pagamenti. Questa è infatti la loro funzione nel breve periodo. Le Unità di Riserva sono però riserve e non capitale; e, come riserve, è previsto che ogni paese, il quale registri una diminuzione delle sue Unità di Riserva, dovrà, in un giusto intervallo di tempo, ricostituire le proprie disponibilità così come ricostituirebbe qualsiasi altro mezzo di riserva.

Malgrado ciò, ci si potrebbe chiedere se i paesi considereranno le Unità di Riserva come un incremento delle riserve o come un inaspettato afflusso di capitale estero. Senza dubbio alcuni paesi fortemente pressati dal bisogno di capitale per finanziare lo sviluppo, impiegheranno la loro assegnazione di Unità di Riserva in questo modo. Nella misura in cui ciò avvenisse, le Unità di Riserva tenderebbero a concentrarsi in più larghe disponibilità nella riserva di altri paesi. Se ciò dovesse succedere ci sarebbe un giusto motivo per ridurre l'incremento annuo delle riserve totali da attuare sotto forma di Unità di Riserva, poiché l'ammontare necessario per il normale incremento delle riserve di tutti gli altri paesi, si potrebbe ottenere con una emissione annua più piccola. Poiché i pochi paesi che potrebbero seguire una tale politica è probabile che abbiano una assegnazione relativamente piccola di Unità di Riserva, il loro comportamento verso le riserve non può avere conseguenze significative per l'economia mondiale.

La questione più importante è se i grandi paesi industrializzati considereranno le Unità di Riserva loro assegnate, come una componente normale delle proprie riserve, da impiegarsi quando ciò è necessario per far fronte al deficit dei pagamenti, ma da reintegrare nelle proprie riserve al tempo giusto. Il timore che paesi quali gli Stati Uniti e il Regno Unito potrebbero usare le Unità di Riserva loro assegnate per perpetuare il deficit della bilancia dei pagamenti, è senza fondamento. Per gli Stati Uniti l'assegnazione di Unità di Riserva dovrebbe essere dell'ordine di 300 milioni di dollari l'anno. Una tale assegnazione annua di Unità di Riserva sarebbe d'importanza marginale nel finanziamento del deficit degli SU se esso persistesse per qualche tempo. Il fatto è che gli Stati Uniti e il Regno Unito mancano di riserve; la loro politica sarà quella di accumulare Unità di Riserva per ricostituire le proprie riserve. Ciò nonostante è da sottolineare il fatto che il sistema delle Unità di Riserva non raggiungerà i suoi obiettivi se i grandi paesi industrializzati non manterranno il complesso dei pagamenti ben bilanciato. Ovviamente ciò non esclude la possibilità di occasionali deficit od eccedenze, particolarmente in relazione a fluttuazioni cicliche. Per far ciò è necessario che non vi siano ampi e persistenti deficit o eccedenze.

Il ruolo dell'oro nel futuro.

Anche se la proposta di Unità di Riserva fosse accettata, l'oro continuerebbe ad avere un ruolo fondamentale nel sistema monetario internazionale. Ci sono due motivi per questo. In primo luogo il ruolo storico dell'oro, come base della moneta, è così profondamente radicato che la fiducia nelle Unità di Riserva dipenderà per lungo tempo dall'assicurazione della sua completa equivalenza all'oro. In secondo luogo, poiché l'oro costituisce la maggior parte delle riserve monetarie totali, il solo modo di far fronte alle necessità, sul piano mondiale, di riserva è di continuare a tenere oro nelle riserve e continuare ad usare l'oro nei pagamenti internazionali. In effetti la stessa argomentazione vale anche per il dollaro e la sterlina. Cessare di possedere ed usare queste monete come riserve, creerebbe una diminuzione critica delle riserve monetarie.

In un sistema di riserva basato sull'oro, sui cambi esteri, e sulle Unità di Riserva, è necessario mantenere un'attrattiva equivalente per questi valori, sia per quanto riguarda il loro possesso come riserva, sia per quanto riguarda il loro uso nelle sistemazioni dei conti della bilancia dei pagamenti. L'analogia con i dollari come riserva monetaria può essere utile a chiarire il problema dell'impiego delle Unità di Riserva come un valore di riserva accettabile e capace di assolvere la funzione di riserve. L'equivalenza dei dollari con l'oro è anzitutto assicurata dal mantenere la convertibilità dei dollari in oro al prezzo di 35 dollari l'oncia. Inoltre i paesi preferiscono possedere dollari perché tali riserve possono essere investite nel mercato monetario degli SU e consentono quindi un considerevole utile. Infine l'equivalenza del dollaro e dell'oro dipende dal mantenimento di una forte posizione della bilancia dei pagamenti degli SU, in modo che l'incremento delle riserve di dollari sia limitato all'ammontare che i paesi desiderano possedere senza un'ampia conversione netta in oro.

Alcuni di questi principi possono essere applicati alle Unità di Riserva. In primo luogo la limitazione dell'ammontare delle Unità di Riserva emesse, è indispensabile e non presenta difficoltà. Se l'incremento delle riserve totali sotto forma di oro, dollari e Unità di Riserva, è moderato, la propensione a possedere tutte le forme di riserve sarà maggiore. Il pagamento di un interesse sulle Unità di Riserva, perché siano una forma di riserva più attraente, presenta maggiore difficoltà. Poiché le Unità di Riserva sarebbero uno strumento, di tipo creditizio, che comporta il trasferimento di risorse reali o di capitale da paesi in attivo a paesi in deficit, si può fare in modo di pagare un moderato tasso d'interesse ai possessori netti di Unità di Riserva. Il tasso dovrebbe essere basso in modo che le Unità di Riserva sarebbero più attraenti rispetto all'oro, e non troppo attraenti rispetto ai cambi esteri. Sarebbe inoltre auspicabile che il tasso d'interesse sulle Unità di Riserva fosse mante-

nuto fisso per lunghi periodi, invece di variare con i tassi del mercato monetario, al fine di dare ai centri di riserva maggiore libertà nello svolgimento di una politica monetaria intesa a mantenere l'attrattività della riserva in valuta.

L'obiettivo dovrebbe consistere nel concedere la massima libertà d'impiego alle Unità di Riserva nelle operazioni di riequilibrio delle bilance dei pagamenti, senza lasciare che esse degenerino in valori di riserva di rango inferiore. Ovviamente non è possibile rendere convertibili in oro le Unità di Riserva. Se le Unità di Riserva fossero soggette a quest'obbligo, perderebbero la caratteristica di riserva di ultima linea. La prima regola deve essere che i paesi non dovrebbero impiegare le Unità di Riserva puramente per variare la composizione delle loro riserve, cioè per garantire la conversione indiretta delle Unità di Riserva in oro. A parte ciò, sarebbe necessario dare alle Unità di Riserva, un'accettabilità illimitata nelle transazioni con i paesi in deficit, senza relegare l'oro ad un ruolo sacro, ma inattivo. Se l'oro fosse usato raramente o mai, si creerebbe l'impressione che l'oro ha troppo valore per essere usato nelle transazioni delle bilance dei pagamenti, eccettuati i tempi di crisi.

Un modo con il quale potrebbe essere stabilita la illimitata accettabilità delle Unità di Riserva, potrebbe essere quello di vincolare all'oro l'impiego delle Unità di Riserva (oppure all'oro e alle riserve di cambi esteri). Un paese in attivo non avrebbe il timore di acquistare un ammontare eccessivo di Unità di Riserva, se allo stesso tempo i paesi in deficit dovessero impiegare le altre proprie riserve per la sistemazione della bilancia dei pagamenti. È implicito in questo modo di vedere che i paesi in deficit considererebbero una diminuzione delle disponibilità di Unità di Riserva più tollerabile di una diminuzione delle riserve di oro e di dollari, mentre i paesi in attivo considererebbero un incremento delle Unità di Riserva meno accettabile di un aumento delle riserve di oro e di dollari. Non si può provare che sia così, particolarmente se l'incremento delle riserve totali è moderato. Ciò nonostante si può capire che, fin quando la fiducia nelle Unità di Riserva non sarà stabilita, dovrà essere assicurata una equivalenza *de facto* delle Unità di Riserva con l'oro e con i dollari, collegandone l'uso nelle transazioni internazionali. Per un piccolo gruppo di paesi partecipanti il collegamento con l'oro (o con l'oro e con i cambi esteri) potrebbe essere un'utile garanzia contro il rischio di una eccessiva acquisizione di Unità di Riserva da parte di uno o di alcuni paesi in attivo. Con più di cento paesi partecipanti, il collegamento delle Unità di Riserva con l'oro (o con l'oro e con i cambi esteri) nelle transazioni creerebbe difficoltà amministrative quasi insuperabili.

Una garanzia alternativa sarebbe quella di limitare l'obbligo dei paesi a possedere Unità di Riserva, senza limitare la loro accettabilità nelle transazioni internazionali. Ciò richiederebbe che i paesi accettas-

sero tutte le Unità di Riserva che arrivassero loro attraverso il regolamento delle bilance dei pagamenti, ma consentendo loro di convertire in oro le eccedenze, oltre un certo limite. Quindi un paese in deficit sarebbe sempre sicuro di poter usare le Unità di Riserva che possiede, nei regolamenti con qualsiasi altro paese, anche se quest'ultimo già possiede Unità di Riserva fino al limite prescritto. Allo stesso tempo un paese in attivo sarebbe sicuro di non poter essere costretto a possedere più Unità di Riserva del massimo concordato, a meno che non preferisca farlo.

Ci sono due tipi di limiti di disponibilità di Unità di Riserva che potrebbero venir stabiliti. Per esempio, il limite potrebbe essere stabilito come un multiplo (ad es. tre volte) dell'assegnazione totale di Unità di Riserva del Paese. Cioè, per un paese in attivo la massima acquisizione netta di Unità di Riserva sarebbe pari a due volte l'ammontare della quota ad esso assegnata. Un'alternativa sarebbe quella di mettere il limite delle Unità di Riserva in relazione con l'ammontare delle altre riserve (oro e cambi esteri) che il paese possiede. Il limite potrebbe essere pari ad una volta e mezzo gli altri valori di riserva del paese. Un tale limite non sarebbe assoluto, ma potrebbe aumentare ogni volta che un paese in attivo acquista oro e riserve di cambi esteri.

Una volta stabilito il limite delle Unità di Riserva, dovrà essere creato un meccanismo per convertire l'eccesso che un paese in attivo accetta attraverso il regolamento della bilancia dei pagamenti. La conversione potrebbe non avvenire in altre monete nazionali (neppure quelle del Gruppo dei Dieci) giacché a meno che queste valute non possano essere convertite in oro, non ci sarebbe un effettivo limite (del quantitativo) delle Unità di Riserva, più le valute convertibili, che un paese sarebbe obbligato ad accettare e possedere. La conversione, se può servire come limitazione, dovrebbe essere in oro. L'obbligo di provvedere oro per tale conversione, dovrebbe essere suddiviso fra tutti i paesi partecipanti, oppure fra i paesi in deficit, cioè quelli che hanno diminuito le proprie quote di Unità di Riserva. Stabilire la responsabilità di ciascuno dei più di 100 paesi partecipanti a provvedere oro per la conversione di un eccesso di Unità di Riserva, presenterebbe grandi difficoltà. Come alternativa si potrebbe convenire che il Gruppo dei Dieci fornisse su una giusta base la quantità di oro necessaria alla conversione di un eccesso di Unità di Riserva. Il paese il quale fornisce oro a questo scopo, riceverebbe naturalmente in cambio Unità di Riserva.

Alcuni credono che tali misure di salvaguardia non siano necessarie e che alla fine verranno eliminate. Secondo me, con il passare del tempo, l'Unità di Riserva verrà riconosciuta come un valore di riserva del tutto equivalente all'oro o ai dollari. Allo stesso tempo limitazioni di questo tipo hanno un'utilità pratica. Esiste una fiducia diffusa nel potere dell'oro come elemento disciplinatore della bilancia dei pagamenti dei paesi in deficit. Anche impiegando le Unità di Riserva nei pagamenti

internazionali, l'oro continuerà a svolgere tale funzione, anche se in modo molto meno restrittivo. In realtà l'oro continuerà a rimanere il principale determinante del comportamento del sistema dei pagamenti nel mondo, sia tramite il collegamento dell'impiego delle Unità di Riserva all'oro (od oro e cambi esteri), sia tramite i limiti con i quali le Unità di Riserva in eccesso possono essere convertite in oro. Questo è il motivo per il quale un tale sistema di pagamenti in oro, cambi esteri e Unità di Riserva, può essere giustamente considerato come una forma di *gold standard*.

Ci saranno coloro i quali argomenteranno che questo non è il *gold standard*. In realtà, lo sviluppo dell'Unità di Riserva come un valore di riserva di nuovo tipo non è differente dallo sviluppo delle banconote o dei depositi bancari come nuove forme di moneta nell'ambito dello *standard* classico. Il *gold standard* ha mostrato una grande adattabilità, e questa è la ragione per cui è rimasto come base del sistema internazionale dei pagamenti. Il solo modo con il quale possiamo mantenere in vita il *gold standard* è di rimetterlo in grado di evolversi, onde far fronte alle necessità dei nostri tempi. In questo modo il *gold standard* è sopravvissuto fino ad ora; questo è il modo con il quale potrà ancora sopravvivere.

Il nuovo *gold standard*, così come lo vedo, dovrebbe avere tre caratteristiche fondamentali. Primo, le parità fra tutte le monete dovrebbero essere fissate in termini di oro, e queste parità non dovrebbero essere cambiate, se non dopo una consultazione con il FMI. Secondo, l'oro dovrebbe continuare a svolgere il suo ruolo nei regolamenti internazionali, ma la eccessiva fiducia nell'oro come mezzo di riserva di ultima linea, dovrebbe essere moderata. Terzo, pur mantenendo l'oro e i cambi esteri come mezzi di riserva, dovrebbe essere creato un nuovo valore, l'Unità di Riserva, con cambio in oro garantito, da emettere gradualmente in quantità moderate, per essere impiegata, con l'oro e con i cambi esteri, nei regolamenti internazionali. Un tale sistema di riserva assicurerebbe al *gold standard* la capacità di funzionare con efficienza, senza gli effetti restrittivi di un inadeguato incremento delle riserve, e senza gli effetti distruttivi derivanti dalla riduzione del valore in oro delle monete.

VII. Scambio di vedute

di Edward M. Bernstein, Jacques Rueff, Robert Triffin

Uno dei piú utili risultati della conferenza del Centro Bolognese è stata una sessione dedicata interamente ad uno scambio di opinioni tra gli autori delle tre piú autorevoli iniziative sulla riforma monetaria internazionale. Il presidente, Willard L. Thorp *, si riprometteva di mettere in luce i punti particolari di differenza nonché le ampie aree di accordo ed in particolare di eliminare uno sterile « dialogo fra sordi ». Su questa base egli è riuscito a ottenere un notevole risultato ed ha raggiunto, non un accordo, certamente non un accordo sulle misure politiche, ma un confronto genuino di opinioni. Il dialogo riportato è preso direttamente dalla registrazione su nastro.

Presidente Thorp: Questa mattina siamo in procinto di avere ciò che nell'OECD noi chiamiamo una *confrontation*. Cominceremo col domandare alle personalità associate alle varie teorie di discutere insieme quelli che essi credono essere i principali punti di disaccordo. Vorrei iniziare il dialogo indicando ciò che sembra essere una differenza di rilievo fra Rueff, da una parte, e Triffin e Bernstein, dall'altra. Mi sembra che Rueff si è preoccupato in primo luogo di quello che egli giudica essere un'accumulazione eccessiva di riserve non auree; ed ha proposto un sistema nel quale l'oro potrebbe essere sostituito alle riserve cartacee esistenti. È da presumere che se la sua pro-

* R. H. Willard L. Thorp ha avuto un ruolo ugualmente importante in una varietà di posizioni ufficiali, raggiungendo presto la fama di economista. Nell'Amberst College, egli ha prestato servizio come professore di economia, come incaricato, e per un periodo come presidente attivo, e come direttore del Merrill Center di Economia, dove la sua capacità di organizzazione e di presiedere conferenze di esperti mondiali su diversi argomenti meritò ampi elogi. Egli svolse un ruolo preminente nel piano Marshall come assistente del segretario di Stato per gli affari economici ed è normalmente presidente del OECD Development Assistance Committee a Parigi. Tra i suoi libri *Business Annuals; Trade Aid, or What?;* e *The New Inflation*, di cui è co-autore.

posta fosse adottata, il sistema funzionerebbe allo stesso modo del vecchio *gold standard* e, secondo la sua esposizione di ieri, la sua riforma sembra essere un'operazione che si esaurisce in una sola fase, con certi impegni sulla condotta futura dei governi. D'altra parte, sia Bernstein che Triffin sembrano essere interessati principalmente al problema di come aumentare gradualmente le riserve, e hanno proposto due differenti metodi, secondo i quali questo incremento graduale potrebbe aver luogo. Nessuno dei due sembra essere molto interessato all'attuale carattere delle riserve né alla possibilità che qualcosa debba essere fatto per mutarne la composizione. Non sono sicuro di esporre correttamente un disaccordo, ma questo mi sembra un punto interessante da chiarire. Mi piacerebbe, quindi, domandare ai partecipanti se sono disposti a chiarire ciò che nelle presentazioni di ieri appare a me come una differenza di punti di vista.

Edward M. Bernstein: Soltanto uno dei vostri punti richiede una precisazione minore. In primo luogo, Bob (Triffin) è molto preoccupato della composizione delle riserve e vorrebbe fare qualcosa in merito. Io non sono preoccupato della composizione delle riserve, ma riconosco che costituisce un problema il fatto di avere così poco oro, che rappresenta in fondo l'elemento attivo delle riserve, e di avere tante valute estere, che, in dati termini, sono convertibili in oro. Come ho detto, Bob vorrebbe cambiare la composizione delle riserve eliminando alcune di queste valute estere. Per parte mia vorrei cercare di stabilire qualcosa di simile ad una emissione fiduciaria fissa, collegata con le valute estere esistenti. Non desidero, anzi temo, di incrementarle. Ma vorrei che la nuova Unità di Riserva fosse equivalente all'oro nel senso di rappresentare un fondo finale di riserva. Questa è l'unica precisazione al vostro sommario, che suggerirei.

Presidente Thorp: Ho esposto correttamente il vostro pensiero, Rueff?

Jacques Rueff: Sì, voi avete perfettamente ragione nell'affermare che ho paura dell'accumulazione di riserve non auree, e voglio sostituirle, come riserve. Lasciatemi dire una parola sulla differenza essenziale tra ciò che Triffin vorrebbe fare e ciò che io vorrei fare. Triffin è principalmente interessato, se non sbaglio, ad un saggio di incremento del 3-4% delle riserve, per adeguarle all'incremento del commercio internazionale. L'essenza della mia proposta, d'altro canto, è di sostituire alle riserve non auree, come voi dite, l'oro. Voi avete completamente ragione quando dite che è un'operazione da esaurire in una sola fase. Il problema, così come io lo vedo, è di liquidare gli effetti della II Guerra Mondiale. Gli effetti della I Guerra Mondiale in campo monetario furono liquidati con la Grande Crisi. Ciò che vorrei, è di essere sicuro che la II Guerra Mondiale — e quindici anni di *gold-exchange standard* — non siano liquidati da un'altra grande crisi. Questo è il motivo per cui sto cercando

un procedimento speciale, dopo il quale il sistema dovrebbe funzionare senza ulteriori nuove operazioni di questo tipo, a meno che non ci sia un'altra guerra mondiale, o il ristabilimento del *gold-exchange standard*, o la scoperta di nuove tecniche o di nuove miniere di oro che ridurrebbero in larga misura il costo di produzione dell'oro. L'ultimo punto che avete menzionato, signor presidente, è che io non sembro interessato alla necessità di un incremento graduale delle riserve. Io esporrei il problema diversamente. Penso che ci sia un buon grado di flessibilità nel funzionamento del *gold standard*. Nell'ultimo secolo, per esempio, c'è stato un enorme incremento nel commercio internazionale, ed esso è stato fronteggiato dal *gold standard*.

Presidente Thorp: Penso che ora noi dovremmo pregare il nostro gruppo di esperti di cominciare a porre delle domande. Bernstein, volete cominciare?

Bernstein: Voglio domandare al professor Rueff se egli è turbato, in qualche modo, da un incremento improvviso di 41 miliardi di dollari nel ricordato valore delle riserve auree dei paesi occidentali. Siete turbato da un enorme ed improvviso incremento dell'ammontare totale delle riserve, anche dopo aver liquidato i dollari ufficiali dovuti dagli Stati Uniti?

Rueff: Non ho paura di un tale incremento. Nella mia esposizione ho raccomandato diversi usi dell'incremento del valore nominale delle riserve auree: il rimborso dei saldi negativi di dollari e bilanci di sterline, un prestito alla Gran Bretagna, prestiti a paesi in sviluppo, rimborso di debiti; e se questo avvenisse, non sussisterebbe alcun pericolo di eccesso di riserve. Devo ancora dire che la caratteristica essenziale della mia proposta è che essa eliminerebbe una situazione pericolosa ereditata dal passato. Essa non intende fronteggiare le necessità di un incremento degli scambi, perché considero che la moneta sia un risultato, non una causa. Essa è creata, secondo le necessità, attraverso i diversi meccanismi di flessibilità che sono costruiti nel sistema monetario. La flessibilità fondamentale è la flessibilità della creazione del credito, che ha una potenzialità immensa. Ma al di là c'è la flessibilità della produzione dell'oro, influenzata dalla variazione generale dei prezzi.

Bernstein: Non avete paura della potenzialità di creazione di credito oltre l'incremento, pari in dollari a 19 miliardi, che otterrà il Continente Europeo?

Rueff: Alludete alle riserve?

Bernstein: Sono preoccupato di parecchie cose, ma non fondamentalmente del grado di flessibilità del sistema di creazione del credito. Voglio sapere: abbiamo 41 miliardi di dollari in oro, di cui 19 miliardi di dollari nel Continente Europeo. Raddoppiate il prezzo e avrete 82 miliardi di dollari, dei quali il Continente Europeo avrà 38 miliardi di dollari. C'è quindi un flusso di oro dagli Stati Uniti ai paesi che hanno

riserve in dollari, cosicché gli Stati Uniti hanno all'incirca ciò con cui hanno iniziato e gli altri paesi, compresa l'Europa, hanno molto di più. Mi domando se voi non siete turbato dall'impadronirvi improvvisamente della quantità di riserve nel mondo sotto forma di oro, dicendo: « Una volta noi registravamo nei nostri libri 41 miliardi di dollari e ci comportavamo come se fossero 41 miliardi di dollari; ma ora ci sono 82 miliardi di dollari ». Che cosa accadrebbe se la gente si comportasse come se ci fossero 82 miliardi di dollari? Ciò non vi preoccupa?

Rueff: No, se l'incremento delle riserve è governato correttamente. Torno a ripetere che il principale impiego dovrebbe essere il rimborso di saldi ufficiali negativi di dollari, e di sterline, per la parte che il governo inglese stima di dover rimborsare. Per quanto concerne il resto, è facile trovare, io penso, molti usi come quelli che io ho proposto. E se dopo ci fossero segni d'inflazione, io vorrei indicare che l'inflazione è molto più facile da curare che la deflazione. Non c'è una connessione diretta tra lo *stock* di oro e l'ammontare del credito; noi tutti abbiamo visto che le riserve auree sono variate molto spesso in diversi paesi senza turbare nella stessa misura l'offerta di denaro. Sono sicuro che sarete d'accordo sul fatto che è molto facile per una banca centrale cancellare l'effetto interno di un afflusso di oro. Niente è più facile che sterilizzare l'oro. Per esempio, quando avete un'affluenza di oro, potete cancellarne l'effetto sull'offerta di moneta attraverso operazioni sul mercato aperto. Non penso che ci sia qui un importante pericolo.

Robert Triffin: Posso porre la stessa domanda in modo differente, Rueff? Vorrei che fosse discussa la vostra conclusione che la produzione di oro aumenta molto più in un periodo di prezzi in diminuzione. Secondo la documentazione storica, il periodo di enorme incremento nella produzione di oro fu, certamente, il periodo 1849-1872 cioè, un periodo di prezzi in aumento. Nella maggior parte dei paesi del *gold standard*, durante quel periodo la produzione di oro aumentò ad un tasso annuale medio del 6,2%. Nel periodo seguente, dal 1873 al 1892, che fu un periodo di prezzi in diminuzione, la produzione di oro aumentò ad un tasso medio annuale dell'1,4% invece del 6,2%. Io non riesco a scorgere in questi dati un'azione di incentivo che i prezzi più bassi dovrebbero esercitare per un incremento nella produzione di oro. Ciò può essere accaduto più tardi, ma soltanto dopo 20 anni, cioè dopo un lungo periodo. Durante il quale, qualunque sia stata la stabilità rivelata dal sistema, essa fu realmente dovuta a variazioni nella creazione del credito. L'offerta totale di moneta per quei paesi incrementò secondo un tasso medio annuale di circa il 4% nel primo periodo e un tasso medio annuale di circa il 3%, nel secondo. Ci fu una fluttuazione, ma una fluttuazione molto più piccola di quella che sarebbe stata causata soltanto dall'oro.

Ciò, in un certo senso, conferma quello che voi avete detto, che ci sono *altri* fattori che possono controbilanciare le fluttuazioni indesidera-

bili che l'oro da solo creerebbe nel sistema. Ma mi sembra che il maggior argomento in favore del vostro sistema, che io apprezzo pienamente, è la sua automaticità. Tuttavia, non appena si riconosce che l'automaticità deve essere corretta da diverse forme di politica monetaria, il principale merito del sistema scompare.

In merito all'attuale situazione, io sono d'accordo con Bernstein. Io sono stato sempre molto sorpreso nel constatare che un uomo così interessato all'inflazione, come voi, potesse guardare con serenità all'ondata di inflazioni che potrebbero risultare se raddoppiando il prezzo dell'oro si avessero conseguenze automatiche. Il vostro rimedio è di suggerire un certo numero di accordi che sarebbero molto più difficili a negoziare, di quanto non lo sia il negoziato sull'iniziale raddoppio del prezzo dell'oro. Voi volete un accordo simultaneamente alla rivalutazione dell'oro, secondo il quale, da quel momento in poi le monete nazionali non sarebbero più usate come riserve. Voi volete anche un accordo mediante il quale noi, negli Stati Uniti, useremo i profitti che ci deriveranno dalla rivalutazione, per rimborsare i nostri debiti verso le banche centrali, e un accordo mediante il quale gli altri paesi useranno i loro profitti di rivalutazione per rimborsare i debiti della Gran Bretagna. Tutto ciò comporta non pochi accordi, e, se questi accordi non accompagnano il raddoppio del prezzo dell'oro, la situazione sarà invero estremamente pericolosa.

Anche se noi supponiamo che tutto questo sarà realizzato, ed io penso che occorra una grande dose di ottimismo, è del tutto possibile, come conseguenza, che vi sarà un'enorme detesaurizzazione delle scorte di oro accumulate nei pochi anni passati. Come voi sapete, agli inizi degli anni '30, ci fu una vendita di 2 miliardi di dollari. Penso che se il prezzo dell'oro fosse oggi raddoppiato, la vendita da parte dei privati ammonterebbe a molto più di 2 miliardi di dollari, perché l'ammontare di oro è molto più ampio di quanto era allora. Come fronteggiare questa situazione?

Ma ritorniamo al punto principale. Supponiamo che il prezzo dell'oro sia raddoppiato, cioè che il dollaro sia stato svalutato del 50% in rapporto all'oro. Penso che in questo caso molte banche centrali riterrebbero che al nuovo prezzo il dollaro sarebbe al sicuro almeno per un certo periodo e che non ci sarebbe una nuova svalutazione negli anni immediatamente seguenti: e, in verità, questo è quanto voi vorreste che esse pensassero. In queste circostanze, le banche centrali, che negli ultimi anni hanno cominciato a liquidare le loro valute estere a tassi allarmanti, comincerebbero di nuovo ad accumulare riserve di dollari. Penso, che la vostra proposta, se non accompagnata da una rinuncia definitiva e generale all'uso di monete nazionali come riserva, darebbe nuove prospettive di vita al *gold-exchange standard*. Una parte essenziale del vostro piano, ed è la parte sulla quale io sono d'accordo, è che l'uso

delle monete nazionali come riserve internazionali dovrebbe essere limitato alle *working balances* (rapporti di dare ed avere per usi correnti). Ma io penso che il risultato del vostro piano sarebbe esattamente l'opposto; dopo la svalutazione esso darebbe una nuova attrattiva alla formazione di riserve di dollari o sterline.

Rueff: Se non sbaglio, vedo 3 problemi: primo, la necessità di un accordo e la sua probabilità di essere negoziato; secondo, la necessità di flessibilità; terzo, il problema dell'automaticità.

Triffin: C'è anche la questione dell'incidenza delle variazioni del livello dei prezzi sulla produzione di oro. Posso aggiungere un particolare a questo proposito? La ragione per cui l'offerta di moneta aumentò così regolarmente sia nei periodi di abbondanza, sia in quelli di carenza di oro, è che durante il periodo nel quale l'oro fu prodotto in grande abbondanza, l'80% di esso andò direttamente alla circolazione per conto del pubblico e soltanto il 20% alle riserve, mentre durante il successivo periodo di carenza d'oro, la situazione fu esattamente quella opposta: il 20% entrò in circolazione e l'80% andò alle banche centrali. Fu principalmente questo sviluppo che scosse il sistema monetario generale.

Rueff: Ritorniamo al vostro punto sulla necessità di un accordo. Voi credete che questo sia molto difficile e improbabile. A mio avviso, il punto principale sul quale ci si deve trovare d'accordo è che nessun nuovo saldo in dollari e sterline deve essere utilizzato per creare moneta. Si tratta soltanto del ritorno ad una situazione che è esistita durante un secolo. Fino al 1914 era del tutto inconcepibile che le banche centrali utilizzassero le disponibilità di valute estere per creare moneta. In quei giorni il *gold-exchange standard* fu applicato soltanto ad alcuni paesi coloniali, dei quali era responsabile la madre patria e la cui condotta doveva, per così dire, essere controllata dalla madre patria. Ma un sistema come il moderno *gold-exchange standard*, in cui, come conseguenza, si ha che un paese debitore recupera immediatamente ciò che il paese creditore ha ricevuto, è non soltanto puerile, è assurdo.

Triffin: Ma ciò è quanto è accaduto quando Roosevelt aumentò il prezzo dell'oro; dopo due o tre anni, le banche centrali cominciarono ad accumulare, ancora e dovunque, dollari e sterline.

Rueff: Sì, in piccola misura.

Triffin: No, non in piccola misura: io posso fornirvi i dati.

Bernstein: Sì, in sterline; l'accumulazione di dollari non fu molto forte. In totale, l'accumulazione salì ad un valore di circa 5 miliardi di dollari, fra dollari e sterline, o di 6 miliardi di dollari secondo i vostri dati, Bob. Ma, in ogni modo, non penso che possiamo mettere in dubbio la capacità di un gruppo di paesi, che sono in grado di fare un tale cambiamento al prezzo dell'oro, di stabilire anche un impegno sull'ulteriore detenzione di dollari e sterline come riserve. Non voglio porre questo come un ostacolo insuperabile. Ne conosco altri molto maggiori e questo

lo metterei piuttosto in fondo all'elenco. Ma io sono turbato dall'idea che se si ha un sistema monetario nel quale gli incrementi di riserve devono dipendere da molti incerti fattori: *a*) produzione dell'oro, *b*) vendite di oro al sistema da parte di paesi esterni, quali l'Unione Sovietica, *c*) consumo industriale, *d*) scorte private, che possono essere positive o negative; ci si può tuttavia aspettare solo un leggero incremento delle riserve; o non è un tale sistema qualcosa che ci regalerà il tipo di fluttuazioni dei prezzi che avevamo quando non c'era il *gold-exchange standard*, tranne a Giava, nelle Filippine ed in India. Quale sarebbe il vostro commento a questo proposito?

Rueff: Sono contento che voi abbiate posto questa domanda, perché essa solleva l'intera questione dell'automaticità. In contrasto con Triffin, che attribuisce al sistema da me proposto il grande merito dell'automaticità, io in realtà non ho mai creduto che il sistema monetario sia automatico. Anzi, penso proprio il contrario. Io credo, per esempio, che la composizione dell'attivo di una banca centrale dipende interamente dalla sua politica e cioè dal livello del tasso di sconto che essa ha fissato in relazione ai tassi di mercato. Voi potete dire, immediatamente, che questo o quel paese impiega le operazioni sul mercato aperto invece del tasso di sconto; ma la teoria è proprio la stessa. Nelle operazioni sul mercato aperto è la banca centrale che va al libero mercato, ad un certo tasso, invece di essere il mercato ad andare alla banca centrale. Nell'attivo di una banca centrale voi avete — contro crediti e danaro — oro ed effetti. Dipende soltanto dalla volontà della Banca centrale, con lo stabilire il suo tasso di sconto ad un livello adeguato, di sostituire gli effetti con l'oro. Ciò dà un enorme margine alla flessibilità.

Non ho mai pensato e non ho mai constatato che l'amministrazione di una banca centrale sia automatica; e non considero automatico il *gold-exchange standard*. È un congegno, qualcosa di simile ad un autoveicolo: voi date al conducente un freno ed un acceleratore; egli deve usare il freno e l'acceleratore, in un sistema di cosciente direzione. Ecco perché non ho paura della detesaurizzazione. Se il freno e l'acceleratore sono usati saggiamente, niente è più facile per la banca centrale, purché lo voglia, che eliminare un eccesso di disponibilità. Naturalmente, è molto più difficile trattare una recessione, perché, come ha detto Keynes, è facile condurre un cavallo ad un abbeveratoio, ma non si può farlo bere. È molto più facile impedirgli di bere e questo tipo di operazioni può essere fatto dalla banca centrale.

Triffin: Posso commentare? Vi sono molto grato per questa precisazione, che mi aiuta a correggere ciò che io avevo frainteso nel vostro progetto. Sono certamente d'accordo che le banche centrali *possono* fronteggiare le perturbazioni che il vostro piano introdurrebbe. Ma non è così facile come sembra, poiché ci sono certi tipi di flussi di credito che sono piuttosto essenziali per un ordinato funzionamento dell'economia

e se, improvvisamente, a causa di una vasta detesaurizzazione, il sistema bancario dovesse contrarre il tasso normale di prestiti, allo scopo di fronteggiare quel turbamento, il risultato potrebbe essere molto scomodo. Sono d'accordo che ciò può essere fatto, ma non vedo molti argomenti a favore dell'introduzione di questi 41 miliardi di dollari nelle riserve, allo scopo di sterilizzarli successivamente.

Rueff: Se io fossi favorevole al piano Triffin, non vedrei nessun argomento, ma è proprio perché ho paura di certe conseguenze di quel piano che io penso necessario cercare qualcos'altro. Penso che la cosiddetta rigidità di abitudini nel campo monetario, venga immensamente esagerata. Ho fatto una certa pratica nelle banche centrali. Alcune tradizioni sono state cambiate rapidamente e le misure richieste dalle mie proposte non avrebbero bisogno di essere introdotte rapidamente; esse potrebbero esserlo gradualmente.

Bernstein: Ancora una domanda ed avrò finito. Che cosa è meglio, prendere un lingotto di oro che pesi 400 onces ed è ora valutato a 14.000 dollari, cancellare i 14.000 dollari e metterci su 28.000 dollari, invece di prendere questo lingotto d'oro di 14.000 com'è e creare con esso un pacchetto di monete legali (dollari, sterline, marchi, franchi, ecc.) che ora hanno anche un valore di 14.000 dollari e dire: « Qui ci sono 28.000 dollari di riserve »? Perché è meglio prendere il lingotto d'oro e dire: « Una volta erano 14.000 dollari, ma ora sono 28.000 dollari » invece di prendere un lingotto d'oro di 14.000 dollari ed aggiungere una Unità di Riserva, che è garantita in oro, che è un'attività finale di riserva, non dimenticatelo, e che ha alle spalle un ammontare equivalente in divise? Perché il vostro schema è migliore?

Rueff: Sono lieto della vostra questione e molto grato, perché essa mostra la straordinaria somiglianza tra il vostro piano e quello per incrementare il prezzo dell'oro. Creare più riserve di fronte all'oro ed in proporzione all'oro è, voi avete perfettamente ragione, esattamente...

Bernstein: No, le riserve, secondo il mio progetto, non sono create in proporzione all'oro, prego.

Rueff: Bene, quindi parliamo del CRU [Il progetto francese per una Unità Composita di Riserva], che è stato un figlio illegittimo del vostro piano. Il CRU comportava una creazione di riserve in proporzione all'ammontare dell'oro. Posso dire, con tutta la dovuta gentilezza, che è un modo ipocrita di variare il prezzo dell'oro.

Bernstein: Penso che voi dovrete parlare non del CRU, che perfino il Gruppo dei Dieci non considera più, ma della mia proposta per una Unità di Riserva.

Rueff: Naturalmente, non è questione di CRU. Ma il vostro piano non è del tutto chiaro. Il vostro discorso di ieri è stato così meravigliosamente sottile e pieno di sfumature, che, se mi è consentito, non sono

stato in grado di vedere chiaramente su quale base creereste queste riserve supplementari.

Bernstein: Sono molto impaziente di rispondere alla vostra domanda, ma voglio darvi una possibilità di rispondere alla mia, non sulla base del CRU, come proposto dai francesi, ma sulla base dell'Unità di Riserva che io ho suggerito. Ciò equivale a dire una Unità di Riserva, in cui, diciamo, l'ammontare creato ogni anno è di 1 miliardo di dollari ed in cui l'oro può essere usato sia da solo, sia con le Unità di Riserva. Le Unità di Riserva create non dipenderebbero dall'ammontare di oro esistente, la loro distribuzione non dipenderebbe da quanto oro possiede un paese e il loro uso non dipenderebbe dal rapporto tra l'ammontare totale di oro e l'ammontare totale delle Unità di Riserva. E se la Francia, per esempio, essendosi unita a tale sistema, dovesse cambiare idea e decidere che, dopo tutto, essa non vuole che i dollari e le sterline siano usate internazionalmente, e nemmeno molte altre divise, e dovesse dire « Noi usciremo », in questo caso, i francesi ritirerebbero tutti i franchi con i quali essi hanno contribuito alle Unità di Riserva e, per il resto, se fossero creditori, otterrebbero oro o franchi. In tal modo non è semplicemente una fandonia, come voi state insinuando. Ora, lo ripeto, ciò che io voglio sapere è la seguente: perché è meglio prendere un lingotto d'oro e dire che esso ora vale 28.000 dollari e non 14.000 dollari, invece di continuare ad usare contemporaneamente ora e un nuovo elemento di riserva, che è in definitiva un elemento finale che non può essere convertito in oro, così che voi non possiate farne a meno?

Triffin: A meno che voi vi ritirate.

Bernstein: A meno che voi vi ritirate, e allora naturalmente i termini di liquidazione sono cancellati.

Rueff: Posso cominciare la mia risposta con una domanda? L'attivo sarà usato dai paesi debitori; cosa accadrà ai paesi creditori?

Bernstein: Paesi in deficit e paesi con surplus. Il paese in deficit, presumibilmente sarà in grado, se ha necessità di una particolare moneta per intervenire nel mercato delle divise estere, di vendere Unità di Riserva, diciamo, alla Banca di Francia o alla Federal Reserve Bank di New York, in cambio di divise che egli stesso getterà nel mercato.

Rueff: Le venderebbero alla Banca Centrale?

Bernstein: Sì, proprio nel modo in cui essi vendono un lingotto d'oro. O se desiderate, posso esporre il problema in altro modo: i paesi potrebbero continuare a fare affari proprio come fanno ora, ma quando hanno accumulato dollari, ed una banca centrale ne ha più di quanto ne desidera, li presenta alla Federal Reserve Bank di New York, che dice: « Sì, voi avete diritto ad avere dollari convertiti in oro e Unità di Riserva. Qui sono i vostri lingotti d'oro e qui è il vostro diritto sul Conto di Unità di Riserva ». È questo il regolamento.

Rueff: L'Unità di Riserva sarà inconvertibile fino a quando un paese non abbandoni il sistema?

Bernstein: È giusto. Penso che sia leale dire che l'Unità di Riserva deve essere considerata come una linea finale di Riserva. Ci possono essere misure per proteggere un paese dall'essere sommerso dall'Unità di Riserva, ma penso che sia piú facile cominciare con la supposizione che sia inconvertibile. Il semplice possesso di essa non vi dà il diritto all'oro.

Rueff: Questo è il punto principale sul quale faccio obiezione. Mi piacerebbe esplorare questo argomento sia con voi che con Triffin. Penso che l'emissione di una moneta inconvertibile distrugge realmente il meccanismo attraverso il quale noi possiamo sperare di equilibrare la bilancia dei pagamenti. La mia intenzione è di farne il punto centrale della mia domanda. Posso chiederlo ora, ma penso che sia meglio lasciarlo.

Bernstein: Penso che giacché stiamo trattando questo scottante problema, dobbiamo continuarlo.

Presidente Thorp: Andate avanti, fate la vostra domanda.

Rueff: Devo dire che è una domanda lunga quella che voglio rivolgere ad ambedue i miei amici. Suppongo che il piano Triffin, nella sua ultima versione che ho qui, comporti che l'Unità Triffin sia inconvertibile. Nel suo opuscolo, che ho letto con grande interesse, riguardante la bilancia dei pagamenti e la posizione americana degli investimenti esteri, Triffin scrive che il giusto funzionamento a lungo termine del meccanismo dei pagamenti internazionali, comporterebbe, necessariamente, alcune restrizioni, valutarie o concordate, all'eccessivo accumulo di scorte di metallo aureo come riserve monetarie da parte dei singoli paesi e, nello stesso tempo, dovrebbe provvedere diversi paesi di mezzi ugualmente sicuri e piú attraenti per la formazione di scorte di riserve liquide. Ciò mi ricorda un Ministro delle Finanze francese, che voleva emettere un grosso prestito, non per ricevere denaro per la propria tesoreria, ma per offrire ai suoi amici un buon investimento! Triffin scrive in seguito che gli accordi da raggiungere dovrebbero comportare decisioni, almeno tra i maggiori detentori di riserve in merito all'uso di divise nazionali, di oro, e di un nuovo tipo di mezzi di riserva, ai fini della futura struttura e creazione di riserve internazionali. Così penso che sia il piano Bernstein sia il piano Triffin hanno in comune qualche grado di inconvertibilità. Un paese che riceve pagamenti da un altro paese non sarà libero di richiedere oro se ne vede la convenienza, ma potrà dover mantenere alcune delle sue riserve in forma inconvertibile. Ciò significa che sia Triffin che Bernstein ritornerebbero alla situazione in cui il paese debitore non perde ciò che il paese creditore guadagna.

Bernstein: No, non sono d'accordo.

Rueff: Allora spiegatevi. Mi sembra che questo nuovo elemento di riserva che state creando sia un regalo al paese debitore, che non deve pagare nulla per esso e quindi non perde nulla. In tal modo l'incentivo

per un equilibrio scompare. Probabilmente ho torto, ma se potete darmi una spiegazione, ve ne sarei grato.

Bernstein: Cercherò di spiegarvelo. Supponiamo che le Unità di Riserve siano create ad un tasso annuale di 1 miliardo di dollari e distribuite fra tutti i paesi...

Rueff: Distribuite come?

Bernstein: Secondo una qualsiasi formula da voi preferita, ma diciamo secondo le quote del Fondo Monetario Internazionale. Supponiamo che sull'emissione di 1 miliardo di dollari, gli Stati Uniti ottengano 250 milioni di dollari in Unità di Riserva. Per i 250 milioni di dollari che gli Stati Uniti ottengono in Unità di Riserva, essi danno in cambio un titolo — una obbligazione a carico degli Stati Uniti — che sarebbe interamente liquidato se gli Stati Uniti dovessero lasciare il sistema e sarebbe parzialmente liquidato se un paese creditore dovesse ritirarsi, come parte del rimborso al paese creditore. Quindi, questi 250 milioni di dollari sono, in un certo senso, una riserva acquisita dagli Stati Uniti, in cambio di uno strumento di capitale, o se si preferisce di uno strumento di credito, trasferito dagli Stati Uniti al Conto Unità di Riserve. Gli Stati Uniti hanno nelle loro riserve ciò che avevano prima, e nel corso dell'anno ottengono questi 250 milioni di dollari. Se ora essi hanno un deficit nella bilancia dei pagamenti, le loro riserve diminuiscono e le riserve, diciamo, della Francia, il paese creditore, aumentano. Per i singoli paesi, la diminuzione di uno rappresenta l'incremento di un altro; per il sistema nel suo complesso, è un investimento di 1 miliardo di dollari per anno.

Questo può essere il momento giusto per rispondere all'argomento morale che è stato talvolta usato come critica alla proposta dell'Unità di Riserva. Si pensa a paesi che ottengono un elemento attivo senza prima spendere risorse reali per estrarlo, raffinarlo, spedirlo e chiamarlo oro. Volete la risposta a questo argomento morale?

Questo argomento non mi turba affatto. La nozione che i paesi ottengano riserve soltanto con il lavoro è semplicemente falsa. I paesi ottengono riserve attraverso i saldi attivi della bilancia dei pagamenti. Questi saldi sono il risultato finale di un complesso di scambi che coinvolgono beni, servizi e capitali. Il Canada è un eccellente esempio, a questo scopo. Supponiamo che il Canada abbia un incremento nelle riserve. Se volete dire che i canadesi « lo hanno guadagnato » non ho obiezioni a ché voi mettiate un'etichetta su una parte delle loro esportazioni con la scritta « Questo è come essi lo hanno ottenuto », ma, se andate più a fondo, essi hanno acquistato riserve semplicemente perché l'afflusso di capitali dagli Stati Uniti, comprese le vendite di obbligazioni canadesi sul mercato di New York, eccedevano il deficit di conto corrente che essi avevano. Ora, hanno essi « guadagnato » quelle riserve? Bene, non mi piace affatto usare la parola « guadagnare », ma essi hanno dato qual-

cosa di valido per ottenere quanto hanno. Essi hanno esportato beni o servizi o strumenti che hanno procurato all'acquirente estero un reddito.

Non posso vedere alcuna differenza tra ciò e la proposta di Unità di Riserva. Certamente non credo che sia bene per il carattere morale di un uomo ottenere qualcosa per nulla, senza un'equivalente obbligazione in cambio. Se voi volete che io faccia questa professione di fede, io sono pronto ma non penso che abbia molto a che fare con l'economia.

Presidente Thorp: Bob, volete rispondere alla domanda di Rueff?

Triffin: Lasciatemi rinviare la mia risposta a quello che Bernstein ha or ora detto, perché il mio argomento, in questo caso, non è semplicemente morale; va molto al di là.

Circa la domanda di Mr. Rueff, la mia risposta è molto diversa da quella di Bernstein. Nella mia proposta, è vero che un paese con un saldo attivo nella bilancia dei pagamenti è d'accordo nell'accumulare questo saldo parzialmente sotto forma di diritto, diciamo, sul Fondo Monetario Internazionale, ma ciò non significa che il paese che è in deficit riceva prestiti automaticamente dal Fondo Monetario Internazionale. Lascio da parte il problema di rilevanti saldi in dollari e sterline, che io tratto separatamente come un problema transitorio. Secondo il mio piano, il paese che è in deficit, dovrebbe pagare per il suo deficit, senza alcuna estensione automatica del credito a quel paese.

Supponiamo, per esempio, che la Banca di Francia abbia accumulato dollari, perché la Francia ha un saldo attivo con gli Stati Uniti. La Banca di Francia girerebbe i suoi dollari al FMI e riceverebbe in cambio un titolo di deposito in valore aureo presso il Fondo. Essa non terrebbe più a lungo i dollari, eccetto per i saldi correnti che essa desiderasse tenere e che fossero necessari per un intervento giorno per giorno nel mercato delle divise estere. Il deposito degli Stati Uniti presso il Fondo sarebbe ridotto dell'ammontare di dollari che la Francia ha girato al Fondo, perché i dollari sono un debito degli Stati Uniti. Se il deposito degli Stati Uniti fosse caduto al di sotto del minimo di riserva richiesto dal piano Triffin, gli Stati Uniti, se non avessero altre monete da girare al Fondo, dovrebbero pagare in oro, eccetto, naturalmente, se il Fondo nella sua saggezza dovesse decidere, mediante una decisione collettiva dei suoi membri, di fare un investimento negli Stati Uniti. Ma non ci sarebbe credito automatico a qualsiasi debitore. Potrebbero esistere crediti discrezionali, come ci sono ora nel Fondo, ma non ci sarebbe credito automatico.

Bernstein: Ma nel mio piano non c'è credito automatico a un debitore, c'è un'assegnazione automatica a ciascuno di una minor somma in relazione alle riserve totali ed alle fluttuazioni della bilancia dei pagamenti. Qualsiasi paese che vuole ottenere più di ciò, deve avere un saldo attivo nella bilancia dei pagamenti. Quelli che hanno un deficit devono avere di meno e, può darsi, meno di tutte le loro riserve.

Triffin: Posso mettere in luce a questo punto una conseguenza implicita: ogni volta che si crea un miliardo di dollari di nuove riserve, ci si impegna automaticamente a dare 360 milioni di dollari di esse agli Stati Uniti e al Regno Unito. Inoltre, vi impegnate a estendere probabilmente da 250 milioni di dollari a 350 milioni di dollari ai paesi meno sviluppati. Avete una distribuzione molto arbitraria, basata su un sistema arbitrario di quote che significherebbe estendere crediti a questi paesi senza tener conto della saggezza o della follia delle politiche che essi correntemente perseguono. Dubito molto che un tale sistema sopravviva per un periodo superiore a pochi anni.

Bernstein: Posso rispondere a questo, o si tratta di qualcosa a cui vorrebbe rispondere Rueff?

Presidente Thorp: Abbiamo un'altra voce che vuole entrare nella discussione; ascoltiamo Mr. Gilbert.

Milton Gilbert: Rueff non ha ancora risposto ad una delle domande di E. Bernstein; posso rispondere io? Penso che sia una questione molto importante. La questione era: perché volete aumentare il valore di un lingotto d'oro che ora vale 14.000 dollari, e portarlo a 28.000 dollari, invece di conservare l'oro a 14.000 dollari e aggiungere, diciamo, 14.000 dollari di Unità di Riserva? Non voglio dire quale è il sistema migliore; voglio soltanto dire perché i due sistemi sono differenti. Questo è importante, perché si è detto così spesso che la creazione di Unità di Riserva è un modo dissimulato per aumentare il prezzo dell'oro. Ma esiste una differenza fondamentale, che risiede nell'effetto sul mercato dell'oro, cioè sulla domanda privata ed offerta di oro. Nel decidere sull'una o l'altra iniziativa, il punto principale da prendere in considerazione è proprio la differenza nell'effetto sul mercato dell'oro.

Presidente Thorp: Mettiamo da parte, per il momento, l'intero problema dell'offerta e della domanda di oro, perché sono sicuro che alcuni potranno qui parlare utilmente su questo argomento. Questo è certamente uno dei problemi sui quali vogliamo avere il maggior numero possibile di informazioni. Non sono sicuro che sia necessario affidare questo tema al Dr. Emminger per un ulteriore studio, come è stato suggerito; siamo in grado di raggruppare una grande quantità di informazioni proprio qui, nel nostro gruppo.

Bernstein: Posso dare la mia risposta a quella che è la differenza tra il suggerimento di Rueff ed il mio? Credo che Milton Gilbert abbia colpito il punto. L'essenza della proposta di Rueff è che se si intraprende questa operazione a favore dell'economia mondiale, nella speranza che essa abbia a guarire e a ritornare in buone condizioni di salute; è meglio fare quell'operazione immediatamente e su larga scala, anche se si dovessero tagliare alcune parti di carne viva per essere sicuri di avere una crescita non cancerosa. Il mio suggerimento è di offrire la medicina in piccole dosi; infatti, essa funziona meglio in piccole dosi. Possia-

mo mantenere il lingotto d'oro di 14.000 dollari a 14.000 dollari, perché possiamo incrementare l'ammontare delle Unità di Riserva ad un tasso costante. E possiamo anche essere sicuri che questo tasso costante di incremento è conveniente all'economia. Non ci dobbiamo preoccupare se, quando raddoppiamo il prezzo dell'oro, la produzione dell'oro sarà doppia, o una volta e mezza, o in qualsiasi altro rapporto. E non ci dovremmo preoccupare dell'ampiezza dell'afflusso di oro dall'esterno del particolare sistema monetario, cioè dalle scorte e dai Paesi esterni che hanno oro da vendere. Questa, a mio parere, è la differenza dal punto di vista economico tra la variazione del prezzo dell'oro e l'emissione delle Unità di Riserva.

Triffin: Non sono completamente d'accordo su questa interpretazione. Penso che ci siano realmente dei problemi che qui si sono confusi. Il primo è il problema della gradualità. Voi dite che non siamo obbligati a raddoppiare il prezzo dell'oro e portare un lingotto d'oro da 14.000 dollari ad un valore di 28.000 dollari. Ma nemmeno Rueff è su questo piano. Egli non deve raddoppiare il prezzo dell'oro, egli può incrementarlo del 10 per cento quest'anno, del 10 per cento l'anno prossimo o allo stesso tasso di incremento della riserva, come si ha con il vostro piano. In tal modo la conclusione principale, mi sembra, non è realmente la gradualità. È piuttosto la differenza nella distribuzione delle riserve. Tutte le volte che voi incrementate il prezzo dell'oro, voi date il 100 per cento del beneficio di questa operazione ai produttori di oro e ai detentori di oro. Ma se, invece di cambiare il prezzo dell'oro, voi decidete di dare 14.000 dollari in Unità di Riserva, quei 14.000 dollari saranno distribuiti non conformemente alla detenzione di oro o alla produzione di oro, ma secondo le quote del FMI: il 36 per cento andrà agli Stati Uniti e al Regno Unito, il 25 o 30 per cento andrà ai paesi meno sviluppati, ed il 17 per cento ai paesi dell'EEC, perché queste sono le proporzioni delle loro quote nel Fondo. Questa differenza nella distribuzione è almeno così significativa come la differenza che voi avete menzionato.

Bernstein: Bob, ci sono due distinti problemi che voi avete sollevato. Il primo consiste nel sapere se è una buona idea distribuire riserve a paesi, sotto il profilo del costume o del diritto, qualunque esso sia, senza tener conto se essi sono in deficit o in avanzo. Alla fine, i paesi non risponderebbero: «Il modello di condotta che questo accordo suscita è intollerabile. Siamo costretti a rinunciarvi?». Questo è il problema numero uno. Il problema numero due non è realmente di grande importanza; può essere facilmente esagerato, specialmente perché io sono un uomo molto flessibile. Esso riguarda la distribuzione delle Unità di Riserva sulla base delle quote del Fondo. La ragione per cui le quote del FMI che Triffin ha citato risultarono in quella misura, non va ricercata nell'ostinazione del FMI ma nella circostanza che alcuni paesi del grup-

po EEC non hanno realmente voluto aggiornare le loro quote nel Fondo adeguandole alla loro posizione nel commercio mondiale, per non dire nulla rispetto al peso mondiale. Suggerirei, e l'ho fatto praticamente in ogni mio scritto su questo argomento, che è naturale e doveroso rivedere le quote di guisa che esse riflettano meglio la posizione di ciascun paese nel commercio mondiale e, per di piú, ho sempre aggiunto, ciò sarebbe utile per il Fondo stesso. Non è in realtà qualcosa per cui potete biasimare me, oppure la formula. Discutere sulla base della formula, significa in realtà partire da un punto minore.

Triffin: Sono completamente d'accordo con voi che la formula può essere cambiata e che può dare il 36 per cento all'EEC ed il 17 per cento al Regno Unito ed agli Stati Uniti. Ciò che voglio dire è che qualunque sia il dato specifico, la distribuzione mi sembra basata su un tipo molto arbitrario di formula. Invero, questo tipo di distribuzione è molto diverso dalla distribuzione risultante da una variazione nel prezzo dell'oro, ma penso che non ci sia molta logica in ambedue le distribuzioni.

Il Gruppo dei Dieci ha ripetutamente detto che il nuovo sistema darebbe piú forza al meccanismo di adeguamento e che ci sarebbe una sorveglianza multilaterale su tutte le forme di creazione di riserve e su tutte le forme di finanziamento del deficit e degli avanzi. Sebbene sia stato affermato con molto garbo tre o quattro volte nelle relazioni del Gruppo, tutto questo è completamente dimenticato quando si arriva alla creazione delle Unità di Riserva; voi finanziate i deficit o finanziate gli avanzi secondo una formula che è totalmente indipendente dal meccanismo di adeguamento e totalmente indipendente dalla saggezza o follia delle politiche da seguire. Se dobbiamo distribuire la manna dal cielo in certe forme, sia attraverso un incremento nel prezzo dell'oro, sia attraverso la creazione di Unità di Riserve, sia attraverso depositi presso il FMI, mi piacerebbe distribuirli nel modo piú intelligente possibile e, in particolare, in un modo che dia forza al meccanismo di aggiustamento. Perché la distribuzione deve essere sulla base di una formula arbitraria sognata a Bretton Woods nel 1944, o riesaminata nel 1967 attraverso un altro processo di mercanteggiamento, in cui alcuni Paesi vorranno gli incrementi di quote e alcuni non li vorranno?

Bernstein: Considererò l'effettivo nocciolo del vostro punto, cioè che la mia formula per la distribuzione delle riserve distrugge il meccanismo di adeguamento, e non la questione sussidiaria del se la manna dal cielo dovrà essere elargita ai produttori di oro, ai detentori di oro, agli speculatori dell'oro, o soltanto alle autorità monetarie di quei paesi che sono pronti a creare, detenere o a usare le Unità di Riserva in quantità ragionevoli ed in termini ragionevoli. Ora non preoccupiamoci dell'ultimo problema. Posso continuare sul processo di adeguamento?

Rueff: Mi sento straordinariamente confortato, perché ho scoperto

un alleato molto efficace nella persona di Bernstein e gli sono molto grato per ciò che egli ha detto, mostrando il legame...

Presidente Thorp: Ora aspetti fino a quando abbia ascoltato ciò che sta per dire.

Rueff: È molto difficile stabilire il punto in cui siamo, poiché questa mattina sono stati sollevati molti problemi. Bernstein ha detto che il suo piano non implicherebbe di dare qualcosa per nulla, perché una richiesta è giusta quando c'è qualcosa dietro di essa. Ma in questo caso è puramente libera: è un regalo al paese che riceve le Unità di Riserva, e questa è la ragione mi sembra, per cui tale sistema distruggerebbe il meccanismo che tende a mantenere l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti.

Posso venire ad un più semplice problema: l'incremento delle quote nel Fondo Monetario Internazionale. È esattamente lo stesso processo. Noi parliamo con straordinaria spensieratezza della creazione di incrementi nelle quote del Fondo, come se questo fosse un procedimento puramente amministrativo. Ma incrementare le quote del Fondo significa dare, sul piano internazionale, un diritto di ottenere l'effettiva ricchezza che si trova nei paesi creditori, anche quando si tratti di paesi debitori. È un modo di distribuire le risorse a favore del paese debitore, e a spese del paese creditore. Immaginate le precauzioni che prendiamo in tutti i nostri paesi quando facciamo spese pubbliche; c'è la preparazione del bilancio, c'è un controllo da parte del parlamento. Abbiamo bisogni molto seri: strade, scuole, ospedali, ma ciò nonostante siamo molto attenti a controllare queste spese. Ma quando incrementate le quote del Fondo Monetario, voi date al paese debitore il diritto di prendere ricchezze dal paese creditore senza nessun sacrificio e senza nessun controllo di nessun tipo, al di fuori del Fondo stesso.

Quando Bernstein parla di un « titolo », se ho capito correttamente, è la stessa cosa. È completamente diverso da un « titolo » che risulti dalla produzione di beni, di grano, di acciaio, è più o meno lo stesso di un buono del tesoro di un paese in deficit, senza una effettiva controparte alle spalle. Ho ragione?

Triffin: Vorrei aggiungere qualcosa alla vostra affermazione, perché illumina un altro punto che Bernstein ha toccato un minuto fa. Voi dite che quando c'è un incremento nelle quote del Fondo, significa che i paesi saranno in grado di ottenere più prestiti. Se questo fosse il solo effetto, penso che ogni paese vorrebbe ottenere una quota più ampia possibile. Ma troviamo che, come ha indicato Bernstein, alcuni paesi non vogliono un incremento nelle proprie quote. Altri paesi lo vogliono. Ciò dipende dal fatto che un incremento nelle quote può avere due implicazioni completamente opposte, dipendenti dalle aspettative, che possono essere sbagliate, sul futuro della propria bilancia dei pagamenti. Se ci si aspetta di essere debitore, l'aumento della quota significa diritto a ot-

tenere piú prestiti. Se ci si aspetta di essere creditore, significa un obbligo a prestare di piú. In ambedue i casi, l'aumento della quota porta lo stesso ammontare di diritto di voto nell'ambito del Fondo, cioè si ricompensa con lo stesso ammontare di diritto di voto, un'obbligazione a prestare ed un diritto ad ottenere il prestito. E questo è uno dei problemi cruciali che i nostri amici del Gruppo dei Dieci debbono discutere: il problema dei diritti di voto nel nuovo sistema. Devo dire che c'è una grande differenza, a questo proposito, tra la mia proposta e la decisione presa a Bretton Woods, o la proposta di Bernstein; io non propongo di espandere la base di credito internazionale mediante incrementi nelle quote. I depositi presso il Fondo che io ho suggerito non hanno niente a che fare con qualsiasi tipo di mercanteggiamento sull'ampiezza futura di ciascuna quota: esse si svilupperanno secondo le bilance dei pagamenti, ed in un modo molto diverso.

Bernstein: Devo dire che questo, secondo il mio punto di vista, è il sistema peggiore, la crescita di riserve si svilupperebbe secondo l'ammontare degli squilibri o i deficit nei pagamenti internazionali. Ma penso che tutto questo ci riporti al problema se un sistema di creazione di riserve sotto forma di credito o in generale riserve in qualsiasi forma escluso l'oro, sia conforme al mantenimento della disciplina della bilancia dei pagamenti. Io stesso sono convinto che il sistema, da me proposto, è suscettibile di una disciplina nei riguardi della bilancia dei pagamenti. Non dirò che la proposta di Triffin non è conforme a tale disciplina, ma, in primo luogo, egli fa della creazione delle riserve un incidente provocato dal fatto che esistono deficit nelle bilance dei pagamenti.

Triffin: No...

Bernstein: Un secondo, Bob. Tutto ciò dipende dal fatto se prendiamo Triffin I o Triffin II.

Triffin: No, ciò che ho scritto nel 1959 è lo stesso di ciò che ho detto nel 1966 su questo problema.

Bernstein: Vedremo subito. Dopo che mi sarò spiegato, Triffin potrà dimostrare che io ho male interpretato i suoi punti di vista del 1959 o del 1966. Supponiamo che un paese abbia un deficit nella bilancia dei pagamenti. Si presenta alla Banca Centrale Triffin e ottiene un credito. Le riserve del mondo sono aumentate dall'ammontare di quel credito. Ora supponiamo, al contrario, che il mondo si trovi in un periodo di grande prosperità, nel quale i prezzi dei beni fondamentali di consumo sono ragionevolmente stabili, nel quale i grandi paesi hanno deciso di non inflazionare, o almeno hanno deciso di non subire inflazione a saggi differenti, e che ci troviamo in un raro periodo, nel quale si ha un sistema di pagamenti bene equilibrato. In questo secondo caso, nessuno viene alla Banca Triffin per chiedere prestiti. Così, in questo periodo, non c'è un incremento delle riserve attraverso l'estensione di crediti di Triffin.

Non so che cosa ho omesso dal lato « prestito » implicito nel sistema. Che cosa ho mal interpretato, Bob?

Triffin: È molto semplice: ho detto sia in Triffin I che in Triffin II...

Bernstein: Posso aggiungere un'ultima frase? Supponiamo che un paese abbia precedentemente ottenuto prestiti dalla Banca Triffin ed ora disponga di una buona bilancia di pagamenti e rimborsi: quindi le riserve mondiali sono diminuite. Cosa ci dite a questo proposito?

Triffin: Ciò che ho scritto nel 1959 e nel 1966 su questo argomento è esattamente la stessa cosa. Ho detto che la creazione globale di riserve mondiali non dovrebbe dipendere dall'andamento dei deficit o dei prestiti; ho detto che il Fondo dovrebbe cercare di guidare l'aumento globale delle riserve in un modo tale da combattere pressioni inflazionistiche o deflazionistiche nell'economia mondiale. I suoi effettivi prestiti dovrebbero essere maggiori in un periodo di pressione deflazionistica ed inferiori in un periodo di inflazione. Ho detto comunque, e sono molto contento di vedere che su questo punto sono pienamente d'accordo con quanto lo stesso dr. Emminger ha detto nella sua ultima relazione, che questo condurrebbe con tutta probabilità a stabilire il criterio di fissare gli obiettivi da perseguire, sia pure in prospettiva. Di norma, ci si dovrebbe attendere che l'aumento di riserve mondiali, nel loro complesso, si mantenesse in una certa relazione con l'aumento degli scambi e della produzione, forse qualcosa dell'ordine dal 4 al 6 per cento annuale. Se l'incremento di queste riserve avviene in oro, d'accordo, ma poiché, secondo una recente esperienza, l'oro interverrebbe forse nella misura dell'uno per cento di aumento annuale invece del 4 o 6 per cento, il totale dei prestiti del Fondo colmerebbe la differenza. Accetto completamente la formulazione dell'ultima relazione del Gruppo dei Dieci e non penso che differisca in nessun modo dalla mia posizione del 1959 o del 1966.

Bernstein: Ma supponiamo che non ci siano più deficit: come si attuerebbe il prestito?

Triffin: Non sono terribilmente preoccupato dal problema che nessuno voglia ottenere prestiti. Questo mi sembra un evento piuttosto improbabile, ma se accadesse, significherebbe sicuramente che le riserve sarebbero adeguate. Non sarei affatto preoccupato se, durante un anno o due anni, il Fondo non concedesse affatto prestiti perché nessun paese considera le proprie riserve inadeguate. In ogni caso, ci sarebbe ancora una possibilità di incrementare le riserve secondo il Piano Triffin del 1959 e del 1966. Ho detto nel 1959 che se il Fondo dovesse concedere prestiti, questi ammontari, abbastanza sostanziali anno per anno, non si limiterebbero a ciò che io chiamo anticipazioni o se preferite prelevamenti, ma userebbe una nuova tecnica, vale a dire l'investimento. Ho suggerito che parte dell'investimento potrebbe essere fatto in obbligazioni dell'IRBD, e ho anche detto che ciò potrebbe essere fatto sui mag-

giori mercati finanziari, il che li aiuterebbe a svolgere il loro ruolo nei prestiti verso i paesi esteri. Questo è esattamente quello che lo stesso Fondo ha proposto nel 1964 nella sua relazione annuale. La relazione affermava che il Fondo, a sua propria discrezione, e non a richiesta di un qualsiasi particolare membro, si sarebbe impegnato per un certo ammontare di investimenti allo scopo di guidare soprattutto l'evoluzione delle riserve mondiali. Secondo una tale politica, il Fondo potrebbe prestare, lasciatemi dire, un miliardo o due miliardi di dollari annuali e quindi decidere a chi concedere prestiti e in quale forma, se attraverso investimenti, o i diritti di prelievo.

C'è, comunque, un problema, nel quale riconosco che Bernstein ha un buon argomento: se i prestiti dovessero essere regolarmente rimborsati dopo tre o cinque anni, come negli attuali accordi del Fondo, il Fondo dovrebbe presto procedere ad un enorme volume di nuovi prestiti allo scopo di controbilanciare i rimborsi e fornire, malgrado questi rimborsi, il desiderato incremento delle riserve mondiali. Proprio a questo proposito la tecnica dell'investimento può essere utile, perché tale investimento può essere a lungo termine. Molti anni fa il Fondo investì molte centinaia di milioni di dollari nei Buoni del Tesoro degli Stati Uniti. Questo prestito agli Stati Uniti non fu rimborsato dopo tre o cinque anni. Infatti, può non venire mai rimborsato. Fin tanto che il Fondo consideri questa operazione come un investimento conveniente, non è obbligato ad annullarla. Così non c'è, in realtà, nessun problema riguardo all'obiettivo di ottenere l'incremento desiderato delle riserve mondiali, sia col piano Triffin del 1959 che del 1966.

Presidente Thorp: Il presidente deve intervenire a questo punto, poiché abbiamo raggiunto una straordinaria posizione di equilibrio: ogni *speaker* ha detto esattamente lo stesso numero di parole. Poiché tutte le buone cose devono finire, l'unica imparziale procedura è ora di aggiornarci.

VIII. Il "gold-exchange standard" e il prezzo dell'oro

di Otmar Emminger

Prendo la parola solo perché il Gruppo dei Dieci è stato criticato, sebbene debba dire che la critica è stata molto mite (io sono abituato a ben più severa critica del nostro lavoro), e perché sono state avanzate al nostro Gruppo richieste perché siano toccate certe questioni. Il professor Rueff, in particolare, sembra avere un'idea esagerata delle nostre capacità. Egli conta su noi per contribuire in modo sostanziale alla soluzione di problemi enormemente difficili, come è quello delle politiche di adattamento nei riguardi dei deficit delle bilance dei pagamenti. Egli ci ha chiesto di studiare le passate esperienze in tema di politiche di adattamento durante il periodo di *gold standard*.

Egli inoltre ci chiede di studiare l'elasticità, rispetto ai prezzi, della produzione dell'oro. Posso aver trascurato alcune altre richieste ma ne ho preso nota e quando ritornerò a casa, tenterò di prenderle tutte in esame.

I.

Innanzitutto voglio dire una cosa circa la diagnosi della situazione attuale, perché son lieto di dare atto del mio completo accordo con quanto è stato detto nel corso di questa conferenza. Il Gruppo dei Dieci non si è basato sulla ipotesi, come erroneamente è detto molto spesso nei resoconti dei quotidiani, che ci sia un deficit della liquidità. Quindi, l'ana-

Uno dei banchieri più abili e più noti in Europa, Otmar Emminger è stato membro del Consiglio d'Amministrazione della banca centrale della Germania Occidentale dal 1953. È stato direttore esecutivo del Fondo Monetario Internazionale e vice presidente della Commissione Monetaria della Comunità Economica Europea. Come presidente del Comitato dei rappresentanti del Gruppo dei Dieci svolge un ruolo preminente nella formazione del pensiero ufficiale e nei negoziati sulla riforma monetaria internazionale.

logia tra il punto di vista del professor Rueff e quello del Comitato dell'Oro della Lega delle Nazioni non è del tutto corretta. Al contrario, nel nostro ultimo rapporto abbiamo concluso che, attualmente, non c'è limitazione della liquidità. Ma, d'altra parte, abbiamo anche concluso che c'è almeno una probabilità che ad un certo momento, nel futuro, le tradizionali fonti di riserve, ossia l'oro e i dollari, non saranno adeguate alle necessità del mondo. Questa ipotesi di lavoro è basata su due altre ipotesi: primo, che il prezzo dell'oro non verrà aumentato (a questo proposito io dirò qualcosa più avanti) e che pertanto dovremo contare sul prevedibile volume di nuovo oro che entra nell'orbita monetaria sulla base del prezzo attuale; e in secondo luogo, e questa è una ipotesi piuttosto importante, che il deficit nella bilancia dei pagamenti degli SU non può continuare indefinitamente e che le possibilità di finanziare questo deficit soltanto con accumulazione di dollari presso le banche centrali estere hanno quasi, o possono aver già raggiunto, il loro limite, così che il *gold-exchange standard*, come fonte di nuove riserve, è a tutti i fini pratici, fuori causa. Abbiamo anche detto, con il pieno accordo dei membri americani del nostro gruppo, che noi vorremmo anche limitare ogni ulteriore incremento su larga scala dell'indebitamento estero a breve termine degli Stati Uniti. Così il *gold-exchange standard*, nel futuro, almeno nella nostra opinione, non sarà fonte di un considerevole ammontare di nuove riserve.

II.

Vorrei ora dire alcune parole sul problema generale delle politiche di adattamento in situazioni di deficit. A tale riguardo, ritorno al suggerimento del professor Rueff che il Gruppo dei Dieci dovrebbe prendere in considerazione questo problema. Come alcuni di voi probabilmente sanno, noi ci siamo occupati di questa questione, e benché non rientri nei nostri compiti di Rappresentanti del Gruppo dei Dieci, al fine di dividerci il lavoro, poiché il Gruppo dei Dieci era oberato, noi, cioè sempre le stesse persone, ci siamo occupati di questa materia nell'ambito delle nostre competenze come membri dell'OECD. Abbiamo studiato il problema per un anno e mezzo e pubblicato il nostro primo rapporto verso la fine del 1966.

Alcuni hanno detto che questo è stato un buon rapporto. Personalmente non lo considererei un rapporto del tutto soddisfacente, perché ha mostrato molto chiaramente che un governo moderno è molto cauto nei provvedimenti riguardanti la propria politica nei confronti della bilancia dei pagamenti. La riluttanza a sottoscrivere impegni precisi è particolarmente notevole nel caso dei paesi anglosassoni. Sia il Regno Unito che gli Stati Uniti sono stati molto riluttanti a seguire tali « regole del gioco », almeno dove queste regole costituiscono impegni. Naturalmente

noi, e particolarmente io che provengo da una banca centrale, abbiamo la nozione fondamentale che ogni volta che vi sia un deficit nella bilancia dei pagamenti, dovrebbe determinarsi un effetto primario sulla base monetaria interna e quindi sulla domanda globale; ma abbiamo anche constatato che in alcuni paesi questo effetto deflazionistico primario non esiste, perché il meccanismo lavora in modo tale da contrastare questo primo adattamento automatico. A questo riguardo mi riferisco particolarmente alla Gran Bretagna, con il suo *Exchange Equalization Fund*.

Un'altra domanda che può essere posta e che fino a un certo punto già ci siamo posta, è se possiamo aspettarci un rafforzamento di questa pressione per operare l'adattamento automatico se, come propone il professor Rueff, dovessimo abolire il *gold-exchange standard*. Siamo arrivati alla conclusione, implicita nel rapporto, che indipendentemente dal fatto che un paese perda oro o valute estere, ci sarà lo stesso effetto automatico primario; ma che certi paesi, in alcune circostanze, prenderanno misure per neutralizzare questo effetto automatico, almeno fino ad un certo punto, senza tenere conto se abbiamo un regime di *gold standard* o di *gold-exchange standard*. Anche in regime di perfetto *gold standard*, e ciò è stato già detto dal professor Rueff, i governi e le banche centrali possono anche neutralizzare questi effetti automatici. Di modo che anche in regime di perfetto *gold standard* non c'è garanzia che l'adattamento rispetto allo squilibrio con l'estero procederà meglio perché tutto dipende dal fatto che i governi in realtà si accordino volontariamente per seguire essi stessi le « regole del gioco ». Quanto al tentativo di creare un accordo sulle regole per « il processo di adattamento » tra i membri del Gruppo dei Dieci, abbiamo visto come si può andare lontani, oggi, nello sforzo di costringere stati sovrani e indipendenti a seguire a tali regole. Vorrei ripetere che quel che potete aspettarvi è alquanto limitato; e non ci sarebbe alcun cambiamento in questa limitazione sugli impegni anche se ci orientassimo verso un perfetto *gold standard*, ai fini delle riserve.

Ciò mi conduce ad un'altra considerazione. Abbiamo visto che il *gold-exchange standard* può aver avuto effetti inflazionistici nel passato, come descritto dal professor Rueff. Non c'è stata a questo riguardo una qualche rilevante differenza di opinione. Ma abbiamo anche visto che, nel recente passato, non c'è stato un effetto di questo tipo e che è improbabile che in futuro ci sarà un effetto di questo tipo di una qualche importante dimensione.

Lasciate che spieghi ciò con esempi concreti. Il primo riguarda la Gran Bretagna, che è uno dei paesi a moneta di riserva. Nei bilanci ufficiali dei paesi dell'area della sterlina non c'è stato praticamente alcun incremento nelle disponibilità sull'estero per un gran numero di anni; c'è stato qualche incremento in altri bilanci verificatosi in connessione con operazioni di assistenza, ma non come riserve in sterline. Quindi

il fatto che i paesi detengano sterline come riserve ufficiali non è stato di alcun aiuto alla Gran Bretagna nel bilanciare i suoi conti con l'estero. Al contrario ogni volta che il Regno Unito ha incontrato difficoltà nella bilancia dei pagamenti, ha subito per ciò ulteriori pressioni perché la sterlina veniva convertita in dollari o in oro.

Così il *gold-exchange standard* nel caso della Gran Bretagna ha operato per parecchi anni, nel senso di aggiungere una pressione in senso contrario alle sue speranze senza consentire alcun sollievo per eliminare i deficit.

Per gli Stati Uniti la situazione è forse un po' diversa, ma anche in questo caso abbiamo visto di recente un simile cambiamento nel modo di operare del *gold-exchange standard*. Dalla fine del 1964 alla fine di settembre del 1966, ultima informazione di cui dispongo, i depositi in dollari delle banche centrali estere, comprese speciali forme di crediti verso gli Stati Uniti come le obbligazioni Roosa, che sono praticamente depositi di dollari con copertura di cambio garantita, sono diminuiti di circa un miliardo di dollari. Ciò significa naturalmente che dal 1964 gli Stati Uniti non hanno più avuto alcun aiuto dal *gold-exchange standard*; al contrario, durante tale periodo, gli Stati Uniti hanno dovuto coprire il loro intero deficit, e anche più che il deficit, prelevando oro dalle proprie riserve e dalla quota presso il FMI. In altre parole, per quanto riguarda gli effetti dannosi o non attesi o indesiderabili, il *gold-exchange standard* è stato soppresso dal 1964 a tutti i fini pratici. Tuttavia, e questo è molto importante, il fatto che gli Stati Uniti in effetti non si sono più basati sul *gold-exchange standard* dalla fine del 1964, ma sul *gold standard* assoluto non ha avuto alcuna percettibile influenza sulle politiche di adattamento della bilancia dei pagamenti di quel paese. Ciò può offrire materia di riflessione per quanto riguarda la citata disciplina riguardo alla bilancia dei pagamenti, imposta dal regime di puro *gold standard*. Sfortunatamente, debbo trarre la conclusione che noi avremmo bisogno di qualcosa di più di un ritorno al puro *gold standard* al fine di migliorare la condizione della bilancia dei pagamenti in questo mondo.

III.

Ora debbo dire alcune parole sul prezzo dell'oro. Come ho detto in precedenza, il Gruppo dei Dieci ha basato il suo lavoro e le sue conclusioni sulla ipotesi che il prezzo dell'oro non sarà mutato. Come rappresentanti ci siamo uniformati alle istruzioni ricevute a questo riguardo, ma nessuno ci ha detto che ci era proibito riflettere sull'ipotesi e noi ci abbiamo pensato. Due anni e mezzo fa, abbiamo fatto circolare un memorandum interno su questa questione e abbiamo anche preso nota dei nuovi argomenti che sono emersi nel frattempo. Vi dirò perché è

probabile che continueremo a basare il nostro pensiero sull'ipotesi che non ci sarà alcuna variazione nel prezzo dell'oro.

Così come io vedo la situazione, ci sono tre ragioni principali per sostenere che il prezzo attuale andrebbe cambiato. Una ragione è in stretta relazione a quanto ho appena detto circa il modo di operare del *gold-exchange standard*. Il professor Rueff vuole un aumento del prezzo dell'oro al fine di mettere in grado gli Stati Uniti di ripagare i passivi della propria bilancia, espressi in dollari, che ha nei riguardi delle banche centrali estere. Egli ha detto anche, in una intervista che ha suscitato grande attenzione, che un incremento nel prezzo dell'oro avrebbe per lui senso solo se fosse usato per ripagare i passivi del dollaro.

Noi non siamo altrettanto certi che tale pagamento sia assolutamente necessario, o che sia anche possibile o fattibile ripagare tutti i passivi accumulati nei depositi ufficiali nei riguardi del dollaro. Noi siamo piuttosto dell'opinione che sarebbe sufficiente se il livello di tali passivi restasse più o meno al livello attuale e non mostrasse alcun incremento di notevole entità. Noi non guardiamo tanto al passato; noi guardiamo al futuro, e quello che desideriamo è che non vi siano altre politiche corrive basate sul *gold-exchange standard*. Secondo noi, la fase espansionistica del *gold-exchange standard* è un capitolo che abbiamo concluso e non vogliamo un'ulteriore sostanziale crescita delle riserve ufficiali in dollari.

Ma vogliamo andare un poco più avanti, non mediante un preciso obbligo legale ma per mezzo di quel che noi chiamiamo « sorveglianza multilaterale », una di quelle divertenti espressioni di nuovo conio, tra i principali paesi. Non potete naturalmente controllare con provvedimenti di polizia i 105 paesi membri del Fondo ma ciascuno può, fino ad un certo punto, controllare se stesso con riferimento ad un gruppo di paesi più piccoli, e nell'ambito di questo gruppo si può raggiungere qualche intesa circa la politica della riserva. A proposito di queste politiche una delle principali intese potrebbe essere quella per cui il livello delle riserve in dollari non dovrebbe aumentare in misura molto rilevante al di sopra del livello attuale. Come ho già detto, ciò in misura maggiore o minore è già stato ottenuto nel recente passato. Quindi, secondo la nostra opinione, non è necessario un incremento del prezzo dell'oro al fine di ripagare i passivi del dollaro, perché dovremmo riguardarlo come una cosa del passato. L'accumulazione di dollari nei bilanci ufficiali che si è avuto nel passato, non fu una colpa; essa è stata una misura di buon senso, ma vorrei ripetere che è un capitolo del passato e che il nostro scopo ora dovrebbe essere quello di prevenire ogni pratica dannosa nel futuro.

Un secondo argomento a favore di un incremento del prezzo dell'oro è la osservazione che questo prezzo non è in giusta relazione con gli altri prezzi, perché dal 1934, è rimasto stazionario a 35 dol-

lari per oncia mentre i prezzi degli altri beni sono all'incirca raddoppiati. Di nuovo devo dire che non sono molto impressionato da questa argomentazione per numerose ragioni che enumererò molto brevemente.

In primo luogo, chi può dire che il rapporto stabilito nel 1934 era realmente un rapporto appropriato e corretto il quale pertanto deve essere ora restaurato e mantenuto per tutto il tempo avvenire? Nel 1934 abbiamo avuto un aumento del tutto arbitrario nel prezzo dell'oro, del 69%. Perché allora il rapporto era giusto? Nessuno può rispondere a questa domanda. Ma la mia argomentazione va un po' più oltre. Io dubito che sia una filosofia di buona lega l'argomentare che il prezzo dell'oro dovrebbe di tanto in tanto, anche se molto raramente, essere adeguato al movimento dei prezzi mondiali. In realtà ciò non contrasta direttamente con l'idea di utilizzare l'oro come un punto di riferimento inalterabile? Cito il generale De Gaulle, il quale nella sua famosa conferenza stampa nel febbraio del 1965, ha detto che « l'oro dovrebbe essere ed è il valore immutabile e fiduciario per eccellenza ». Ora se noi aderiamo alla filosofia che il prezzo dell'oro andrebbe adeguato ogni dieci o quindici anni, nel modo che volete, al movimento degli altri prezzi, penso che renderemmo in tale modo il prezzo dell'oro semplicemente un indice della propensione all'inflazione da parte di differenti governi. Sarei contrario a mettere l'oro in una tale posizione nella quale esso non sarebbe stabile come un'ancora ferma o una base ferma. Ciò non significa che non dovremmo studiare il prezzo dell'oro per altre ragioni, quali la produzione o la domanda privata, ma queste altre ragioni sono meno persuasive, e se da un esame di questo genere dovesse venir fuori qualcosa, ci sarebbero molti modi per affrontarla.

Un altro punto che mi rende scettico a proposito di un incremento del prezzo dell'oro è la questione degli Stati Uniti. Si è parlato diffusamente circa il fatto se esiste o meno una garanzia legale o morale da parte degli Stati Uniti a mantenere il valore aureo del dollaro al livello attuale. Naturalmente non c'è una garanzia legale, c'è tuttavia quella che, esplicitamente, alcuni presidenti degli Stati Uniti hanno chiamato un "impegno", che è la parola usata dal presidente Kennedy — o una "garanzia" — che è la parola usata dal presidente Johnson, a mantenere l'attuale valore in oro del dollaro; ed è sulla base di questo impegno o garanzia che numerose banche centrali hanno conservato i loro dollari invece di convertirli in oro. Non ci sono altri accordi circa la convertibilità del dollaro in oro al prezzo attuale eccettuato questo impegno, che è stato preso nell'interesse, ed in senso illuminato, di tutto l'intero sistema monetario. Questa garanzia è qualcosa che gli Stati Uniti non possono abbandonare alla leggera.

Ma lasciamo da parte l'impegno. Lasciamo da parte l'aspetto mo-

rale, e in questo caso non si tratta di una questione morale; è in realtà un impegno finanziario che è qualcosa di più che morale. Ma lasciamo tutto questo da parte. Vorrei vedere cosa sarebbe accaduto se avesse avuto inizio una trattativa circa il nuovo prezzo dell'oro. Il professor Rueff sostiene, ed è un'affermazione abbastanza giusta, che il nuovo prezzo dell'oro non dovrebbe essere deciso soltanto dagli Stati Uniti, a propria discrezione, ma dovrebbe essere stabilito di comune accordo. Questo è giusto, perché questo provvedimento interessa molto profondamente tutti gli altri paesi. Ma come potrebbe essere realizzato un simile accordo? Naturalmente non si può negoziare senza dire agli altri quel che si vuol fare, e dubito che vi sia un qualche obbligo morale da parte delle più che cento banche centrali del mondo che le impegni ad astenersi dal convertire i loro dollari in oro al prezzo attuale, una volta che fossero messe sull'avviso circa il fatto che questo prezzo sta per essere cambiato quanto prima.

Non c'è ragione di pretendere normali negoziati se questi negoziati fossero condotti in gran segreto. Voi sapete che nelle moderne democrazie è molto difficile poter tenere qualsiasi tipo di segreto. Ci sarebbe un continuo sospetto che qualcosa stia per accadere. Io personalmente non vedo la possibilità di stabilire il nuovo prezzo dell'oro tranne che nel caso di una temporanea sospensione della vendita di oro da parte degli Stati Uniti e la chiusura del mercato dell'oro di Londra da parte dei paesi del *pool* dell'oro, giacché se fossero propalate notizie del genere, il mercato salirebbe alle stelle. Naturalmente questo apparirebbe a tutti gli altri paesi come un atto unilaterale degli Stati Uniti, perché questi potrebbero informare i propri partners soltanto dopo aver sospeso le vendite di oro.

Inoltre, è abbastanza chiaro che l'entità di questo incremento nel prezzo dell'oro non sarebbe deciso con quella che noi chiamiamo procedura "ordinaria" per creare riserve, cioè, votando sulla creazione di nuove riserve. Noi nel Gruppo dei Dieci abbiamo dedicato molto tempo allo studio di questo problema, perché la questione di chi debba controllare la creazione delle riserve internazionali è una questione politica di base. Praticamente, la decisione in questo caso sarebbe presa dagli Stati Uniti soltanto perché, in ultima analisi il nuovo sistema dipenderebbe interamente dalla disponibilità degli Stati Uniti ad accettare il nuovo prezzo dell'oro. Credo che questa considerazione renda molto difficile immaginare un aumento del prezzo dell'oro che possa verificarsi in modo molto ordinato, sebbene io sia interamente d'accordo con il professor Rueff che sarebbe di grande importanza intraprendere una tale azione in modo ordinato e senza crisi. Ma ciò non sarebbe facile.

Non voglio continuare con l'esame dei molti altri punti, ma lasciatemi dire solo una cosa circa gli aspetti inflazionistici di un aumento del prezzo dell'oro. Devo dire che sono profondamente turbato da quel

che si è detto a questo riguardo. Noi del Gruppo dei Dieci non abbiamo mai parlato ufficialmente della specifica grandezza delle nuove riserve da creare in futuro ma occasionalmente abbiamo impiegato alcuni dati orientativi. Ricordo un dato orientativo che apparve qualche tempo fa sui quotidiani americani, la solita fuga di notizie perché oggi non si può tenere nulla segreto. Ciò non ha portato nessun danno anche se il dato citato, una creazione annua (di riserva) pari a 2 miliardi di dollari era sbagliata. Il dato orientativo effettivamente impiegato era differente. Ma ricordo quali lamentele ci sono state in alcuni circoli conservatori dell'Europa Continentale e tra alcuni banchieri centrali circa il fatto che nessuna misura sarebbe risultata così decisamente inflazionistica come prendere in considerazione la creazione artificiale di riserve del valore di 2 miliardi di dollari.

Ora questa mattina ho sentito parlare di un raddoppio del prezzo dell'oro. Ciò significherebbe, anche dopo il rimborso di parte delle valute che si trovano nelle riserve, la creazione di riserve per 41 miliardi di dollari contro i 17 miliardi (esistenti), tutto in un colpo! A ciò dovrebbero aggiungersi gli effetti inflazionistici di alcuni miliardi di dollari di oro provenienti dalla detesaurizzazione.

Devo dire che sono stato veramente terrificato. Naturalmente voi potete dire che annullando i profitti nominali delle riserve in oro rivalutate, si possono annullare gran parte degli effetti inflazionistici di un aumento del prezzo dell'oro. Ma quel che fate con la moneta nazionale che deriva dal profitto nominale è soltanto una parte del problema. Con qualche sforzo potete annullarlo se potete controllare la prodigalità dei parlamenti e dei governi, ma quel che non potrete compensare è l'effetto della liquidità esterna, che rimane, cioè l'incremento delle riserve che mette in grado tutti i paesi di perseguire politiche molto più espansionistiche di quelle che sarebbero altrimenti possibili. E, a questo riguardo, non è di conforto la proposta di prestare una parte di queste riserve ad altri paesi. Il prestito di parte delle riserve ad altri paesi quali il Regno Unito o paesi sottosviluppati porterebbe anche, con maggiori probabilità, a politiche espansionistiche.

C'è infine, naturalmente, il problema politico della loro distribuzione e assegnazione. Non dobbiamo dimenticare che un incremento del prezzo dell'oro il quale improvvisamente aumenti il valore nominale degli *stocks* di oro esistenti è qualcosa di più di una distribuzione di riserve o « manna dal cielo », di quel che sarebbe l'assegnazione delle Unità di Riserva secondo le linee del modello del Bernstein. Infatti, aumentare il valore degli *stocks* di oro con un colpo di penna è soltanto un modo di creare e distribuire riserve *ex-nihilo*. Tutti gli altri metodi, per esempio, la deliberata creazione di Unità di Riserve, implicano uno scambio dei reciproci diritti di prelievo, cioè un *quid pro quo*. Con un incremento del prezzo dell'oro, dobbiamo considerare molto attenta-

mente la formula secondo la quale questa manna del cielo sarebbe distribuita. Non sono molto interessato ai benefici dei paesi produttori di oro, Russia, Sud Africa, ecc., sebbene essi sarebbero piuttosto notevoli. Fino ad un certo punto sarei d'accordo con l'opinione di Lord Robbins a questo riguardo. Ma non sono d'accordo sulla distribuzione dei benefici tra quelli che posseggono oro; a questo proposito devo dire che ci potremmo trovare di fronte alla piú ingiusta, alla piú arbitraria distribuzione immaginabile. L'85% delle nuove riserve create andrebbero ai paesi del Gruppo dei Dieci, giacché essi detengono una analoga percentuale del totale delle riserve auree. I paesi che hanno avuto fiducia nella garanzia degli Stati Uniti e hanno conservato una piú bassa percentuale di oro nelle proprie riserve sarebbero penalizzati. I paesi possessori di oro sarebbero premiati.

Non è di alcuna consolazione che parte dei benefici sarebbero ridistribuiti sotto forma di prestiti. In primo luogo penso che sarebbe estremamente difficile creare un accordo circa questi prestiti. In secondo luogo per paesi sottosviluppati e poveri non sarebbe di alcun conforto ottenere sotto forma di un prestito, con valore oro assegnato, ciò che altri ottengono non come un prestito ma come un regalo. I paesi ricchi riceverebbero un premio, compresi gli Stati Uniti, i quali cancellerebbero il proprio passivo di dollari presso la banche centrali. I paesi non possessori di oro non avrebbero nulla, ma la magra prospettiva di prestiti garantiti in oro. Noi abbiamo fatto una interessante esperienza, quando abbiamo messo a confronto le opinioni di 105 paesi, nelle riunioni congiunte tra il Gruppo dei Dieci ed i Direttori Esecutivi del Fondo. Posso dirvi che abbiamo avuto una proposta molto migliore per la assegnazione delle riserve nuovamente create, ma anche questa è stata severamente criticata. Politicamente parlando, sarebbe estremamente difficile far accettare al mondo uno schema di distribuzione così arbitrario.

La mia convinzione pertanto è che alla luce di tutte queste difficoltà circa la possibilità di ottenere una transizione ordinata, circa la distribuzione delle riserve, e circa la potenziale inflazione, un incremento del prezzo dell'oro non è una soluzione accettabile. Secondo il nostro punto di vista, non c'è bisogno di una variazione del prezzo dell'oro, poiché siamo convinti che ci siano altri e migliori modi per provvedere ai legittimi bisogni di riserve internazionali. Che cosa accadrebbe se, in seguito ad una grande crisi, l'attuale prezzo dell'oro non fosse piú mantenuto? Dubito fortemente che gli Stati Uniti siano disposti a dire « Bene siamo pronti ad abbandonare la nostra vecchia posizione e saremo con gioia d'accordo per un aumento del prezzo dell'oro del 50 o del 100 per cento! ». Quel che accadrebbe sarebbe probabilmente alquanto differente. Si assisterebbe al ritorno allo slogan del « marciamo soli » e lo sportello per la conversione presso il Tesoro degli

Stati Uniti sarebbe chiuso, non solo per pochi mesi ma per alcuni anni, fin quando non ci trovassimo in un nuovo sistema, il quale ve lo assicuro sarebbe alquanto differente dal vecchio. Ma ciò potrebbe richiedere alcuni anni e nel frattempo noi non saremmo quasi certamente nel *gold standard*, ma nel *dollar standard*, e il sistema dei pagamenti mondiale e del commercio mondiale potrebbe essere soggetto ad alcuni sobbalzi sgradevoli.

Tutte queste considerazioni, devo dirlo, mi hanno reso molto cauto nell'affrontare il problema del prezzo dell'oro. È per questo che mi rincresce che questo problema, molto delicato, che naturalmente può essere discusso facilmente in un ambito come questo, è stato ora sollevato pubblicamente da alcuni governi. Io non credo che ciò ci darà realmente una soluzione razionale. Ma d'altro canto, sono ora convinto che è nostro intendimento operare più in fretta di quanto abbiamo fatto finora. Nel Gruppo dei Dieci non abbiamo lavorato con molta sveltezza per il nuovo sistema, giacché noi tutti avevamo la convinzione che non ci fosse una grande urgenza. Ora, tuttavia, sono giunto alla conclusione che gli eventi possono portare al punto in cui dovremo trovare piuttosto rapidamente una buona, razionale soluzione del problema della riserva internazionale.

IX. Il prezzo dell'oro e il livello delle riserve auree mondiali

di William J. Busschau, Donald H. McLaughlin, Michael Spieler

Una caratteristica della conferenza del centro di Bologna è consistita nell'attenzione dedicata agli aspetti concreti riguardanti l'oro e il prezzo dell'oro. Tra i partecipanti ci sono state tre autorità in materia di oro, di fama internazionale — William J. Busschau, Donald H. McLaughlin, e Michael Spieler — e grazie alla loro presenza si è avuto il vantaggio di esplorare il probabile effetto di un aumento del prezzo sulla produzione, sulla detesaurizzazione, e quindi, sul livello delle riserve auree mondiali. La pressione del consumo industriale, di cui si sarebbe anche dovuto tener conto nel predire l'effetto di un aumento del prezzo sulle riserve auree mondiali non è stata esaminata nel corso della conferenza. In una lettera al curatore di questo libro, tuttavia, Mr. Spieler ha successivamente espresso la sua personale convinzione che « la domanda industriale di oro è piuttosto inelastica e che sotto molti aspetti, un aumento del prezzo non diminuirebbe la domanda a causa della superiorità tecnica dell'oro ». È chiaro che questo è un argomento sul quale sarebbero utili ulteriori delucidazioni.

Dopo che Jacques Rueff aveva proposto che il prezzo dell'oro dovesse essere « approssimativamente raddoppiato » ai tre esperti è stato chiesto di basare le loro considerazioni sull'ipotesi di un prezzo di 70 dollari per oncia. Come essi per primi direbbero, le loro valutazioni

William J. Busschau, riconosciuto ovunque come uno dei maggiori esperti d'oro del mondo, è rettore dell'Università di Rhodesia. È autore, tra l'altro, di *The Measure of Gold*. Donald H. McLaughlin è una delle figure più rappresentative del mondo minerario americano. Insegna ad Harvard e nell'Università di California, Berkeley, presso la quale è stato preside della Facoltà di Scienze Minerarie e in seguito della Facoltà di Ingegneria. È stato a lungo membro del Consiglio di Amministrazione dell'Università di California e nel 1958-60 è stato presidente della Homestake Mining Company. Michael Spieler è uno dei principali esperti dell'oro, è consigliere economico della Union Corporation Ltd., di Londra.

inevitabilmente sono poco piú che congetture. Non sono neppure in completo accordo fra loro sulla detesaurizzazione; si osservi infine che Mr. Spieler arriva a conclusioni alquanto differenti da quelle del dr. Busschau. Tuttavia le stime sono di grande interesse come elemento indicativo delle opinioni dei maggiori esperti.

Le comunicazioni che seguono sono presentate nell'ordine in cui sono state fatte. Ogni considerazione è stata rivista dall'autore dopo la conferenza per tener conto di dati piú recenti di quelli disponibili al tempo della riunione.

Donald H. McLaughlin: il prezzo dell'oro e la produzione d'oro negli SU.

Le mie osservazioni saranno brevi, giacché gli Stati Uniti sono produttori d'oro in misura molto limitata. Ad esempio, su una produzione mondiale di 1,4 miliardi di dollari nel 1965, gli Stati Uniti hanno prodotto soltanto 59 milioni di dollari, ossia poco piú del 4%.

Il grado di purezza del metallo, la natura e la dimensione del deposito, la profondità, la localizzazione e numerose altre considerazioni geologiche e tecniche determinano il costo di produzione dell'oro. Quando i costi superano il valore del prodotto la miniera viene chiusa. Ciò può avvenire anche quando viene estratto un notevole tonnello di materiale con una resa inferiore a quella necessaria per ottenere dei profitti. Quando i salari e l'acquisto degli equipaggiamenti, e dei materiali vanno fatti con moneta che si svaluta ed eleva i costi in ogni voce, e quando l'oro deve essere venduto a un prezzo fissato dalle autorità governative, i profitti naturalmente diminuiscono e la produzione nazionale decresce, a meno che non possa aumentare grazie a nuove scoperte di natura eccezionale e in virtù di progressi tecnici che è difficile realizzare in un'industria già condotta con efficienza e con esperienza.

In queste condizioni la produzione di oro è diminuita in tutto il mondo nel corso degli ultimi 25 anni, tranne che nel Sud Africa. In questo paese la scoperta di un nuovo e piú ricco campo aurifero nel Libero Stato di Orange e lo sviluppo di nuove miniere sotterranee lungo tutta l'estensione dei noti banchi di Witwatersrand, cui vanno aggiunti i profitti derivanti dall'uranio che hanno prolungato la vita di numerose miniere marginali, hanno determinato un aumento sostanziale della produzione dell'oro che ha piú che compensato la diminuzione degli altri paesi.

Senza questo evento fortunato, ci saremmo trovati molto prima di fronte alla crisi dell'oro. Inoltre con l'appiattimento del tasso di produzione nel Sud Africa che è già in atto, con l'aumento della domanda dell'oro per fini non monetati, è molto vicino il momento in

cui andranno prese decisioni a lunga scadenza. O dovrà essere trovato un sostituto accettabile per l'oro come moneta, il che ridurrà drasticamente la quantità di oro necessaria alle riserve monetarie mondiali o l'oro andrà rivalutato ad un livello che potrà compensare il deprezzamento che il dollaro e le altre monete hanno subito dal 1940 in poi.

Se il prezzo dell'oro fosse raddoppiato l'industria mineraria dell'oro si troverebbe nelle stesse condizioni del 1940 poiché il livello del prezzo degli altri beni è da allora raddoppiato. Come effetto immediato si avrebbe probabilmente un temporaneo declino della produzione annua misurata in onces, perché la capacità di lavorazione esistente verrebbe impiegata per minerale a più basso tenore aurifero, che in questo caso diverrebbe conveniente. Entro alcuni anni, tuttavia, da tre a cinque anni, il grande stimolo alla esplorazione e alla costruzione di nuovi impianti porterebbe ad un incremento della produzione. Con una certa fortuna in Canada, negli Stati Uniti e nell'Australia potrebbe essere ristabilito il livello di produzione del 1930, ma ciò richiederebbe la scoperta di nuovi giacimenti per rimpiazzare i numerosi giacimenti di dimensioni maggiori che difficilmente potrebbero essere messi di nuovo in produzione.

Se il prezzo dell'oro rimane uguale a quello attuale, l'industria dell'oro negli SU è destinata a declinare sostanzialmente quanto prima. Un effetto insolito che si determina oggi è che per ottenere che una miniera già esistente rimanga in attività si deve avere un incremento del tasso di produzione annuale, per contenere l'incremento dei costi unitari. Quindi la produzione di oro può essere temporaneamente incrementata ma a costo di abbreviare la vita di una miniera. Si prova un inquietante senso di angoscia nel vedere come riserve preziose vengono dissipate, con un declino dei profitti, mentre la curva dei costi continua ad avvicinarsi al limite della redditività, a causa del prezzo fisso dell'oro.

Secondo il *trend* che prevaleva solo pochi anni fa, avremmo dovuto già oggi essere falliti. Naturalmente vi sono stati molti miglioramenti tecnici in questa era industriale, che hanno appiattito la curva dei costi. Ma la curva continua a crescere ancora. Mi dispiace dir questo ma penso che, se non si determina una variazione del prezzo dell'oro, la Homestake Mine che è attualmente gestita dalla compagnia di cui sono presidente e che è la più grande miniera d'oro del mondo libero al di fuori dal Sud Africa, entro tre o cinque anni chiuderà i battenti, anche se il minerale è ben lungi dall'essere esaurito. Ciò significherebbe la eliminazione di un terzo della produzione corrente degli SU.

Possono verificarsi naturalmente nuove scoperte. In questi ultimi anni c'è stata un'eccellente nuova miniera sviluppata dalla Newmont Company, una miniera a cielo aperto con minerale metallurgicamente difficile. È stata un'impresa coraggiosa il cui sviluppo è stato ben diretto

dalla Newmont Company, guidata da un eccellente lavoro del Centro di Ricerche Geologiche degli SU. Stavamo seguendo la stessa idea ma la Newmont è riuscita per prima ad ottenere i diritti. È questa però un'aggiunta piuttosto piccola. Sarebbero necessarie numerose scoperte di questa dimensione per arrestare il declino che c'è da attendersi ovunque.

Quindi se verrà mantenuto il prezzo attuale prevedo che nel 1970 la produzione dell'oro degli SU si limiterà alla quantità recuperata come sottoprodotto delle miniere dei metalli di base (principalmente porfidi di rame) integrata probabilmente da una o due altre miniere a cielo aperto, con una riduzione di circa 1,1 milioni di once rispetto alla attuale produzione annua di 1,8 milioni di once. La produzione degli SU però è così piccola in relazione alla produzione di oro mondiale che io credo di dovermi fermare e lasciare che il dr. Busschau prosegua per tutto il mondo libero.

William J. Busschau: il prezzo, la produzione e la tesaurizzazione dell'oro.

Mi è stato chiesto di fare alcune stime sulla futura produzione mondiale dell'oro sia in base alla ipotesi che il prezzo sia mantenuto al suo attuale livello di 35 dollari l'oncia sia nell'ipotesi alternativa che il prezzo sia portato a 70 dollari per oncia. La prima cosa che dovrei dire è che quale che sia il prezzo dell'oro la produzione non sarebbe particolarmente influenzata nei prossimi tre anni a causa dello sfasamento di cui ha già parlato il dr. McLaughlin.

Lasciate che inizi dal prezzo di 35 dollari (per oncia). Sulla base di informazioni provenienti da numerose compagnie, il massimo della produzione di oro nel mondo libero sarebbe pari al livello raggiunto l'anno passato, cioè circa 42 milioni di once. Trasformiamo ora questo dato in dollari, se volete, e avremo circa 1,5 miliardi di dollari.

Per esaminare a fondo il futuro dovrò fare alcune proiezioni che non sono molto precise, perché esse sono frutto dell'inventiva umana. Possono essere scoperti nuovi campi. Un'altra possibilità è data dall'aumentato impiego di uranio il che comporterebbe un incremento della produzione di oro come prodotto congiunto. Io credo si possa ritenere che l'uranio è ancora usato in misura molto limitata. L'ingegno umano senza dubbio troverà nuove strade. Per menzionarne solamente una, l'estrazione di sale dal mare potrebbe creare un'enorme domanda di uranio e ciò potrebbe significare una produzione di oro aggiuntiva da fonti che attualmente non vengono impiegate a causa dello scarso contenuto di oro ma che anche al prezzo di 35 dollari per oncia potrebbero essere sfruttate per ottenere congiuntamente l'oro e l'uranio.

Ma ignorando queste possibilità del tutto congetturali, che in

ogni caso hanno il carattere di possibilità a lunga scadenza, prevederei, con queste ipotesi restrittive, che nel 1970, al prezzo di 35 dollari per oncia, la produzione annua di oro dovrebbe essere pari a 1,45 miliardi di dollari. Dovrebbe quindi decrescere piuttosto rapidamente. Nel 1980 dovrebbe essere inferiore al miliardo di dollari e nel 1987 dovrebbe essere prossima ai 500 milioni di dollari. Potrei estendere ulteriormente la previsione ma io credo che nelle cose umane non ha senso spingersi tanto lontano.

Si è talvolta concluso che raddoppiando il prezzo dell'oro si avrebbe un enorme aumento della produzione. Naturalmente, se si cambia il prezzo cambia di conseguenza il valore monetario dell'incremento. Ma in termini di once sia un prezzo di 52,50 dollari per oncia sia uno di 70 dollari per oncia non determina molta differenza per i primi tre anni perché l'effetto immediato di un aumento del prezzo sarebbe l'estrazione di minerale di tenore più basso. Supponendo che il prezzo fosse aumentato ora a 70 dollari, la mia stima di produzione di oro mondiale per il 1970 sarebbe di circa 3,0 miliardi di dollari (vi ricordo che la mia stima al prezzo di 35 dollari era di 1,45 miliardi). Io ho quindi ipotizzato che il volume fisico della produzione nel 1970 sia circa la stessa ad entrambi i prezzi. Nella mia stima al prezzo di 70 dollari per gli anni successivi al 1970 io ho apportato alcune correzioni a causa dell'incremento dei costi dovuto alla estrazione a maggiore profondità in alcune miniere, ma ho supposto che il miglioramento dell'efficienza tecnica dovrebbe compensare gli altri piccoli incrementi dei costi. Ho anche ipotizzato che non vi siano nuove scoperte, che in realtà potrebbero esserci giacché l'aumento del prezzo darebbe un impulso alla ricerca. Ma trascurando queste possibilità il mio dato di 3,0 miliardi di dollari per il 1970 dovrebbe decrescere molto gradualmente cosicché al 1980 si potrebbero avere circa 2,8 miliardi di dollari. Questo è molto diverso dal *trend* della produzione fisica nell'ipotesi che il prezzo stia fermo a 35 dollari. In altre parole, al prezzo di 70 dollari, la curva, invece di decrescere rapidamente, dapprima cresce ad un livello più alto, rimane costante, resta a questo livello più a lungo.

Se volete posso darvi i dati espressi in once. Al prezzo di 35 dollari la mia stima per il 1970 è di circa 41 milioni di once. Per il 1975 scende a 36 milioni di once e per il 1980, a circa 27 milioni di once. Se il prezzo fosse aumentato a 70 dollari la mia stima, nelle « ipotesi restrittive », per il 1970 sarebbe leggermente più alta di quella al prezzo di 35 dollari, cioè circa 43 milioni di once. Per il 1975 sarebbe quasi la stessa e per il 1980 scenderebbe a qualcosa come 41 milioni di once.

È desiderabile tuttavia fare una previsione più realistica, e tener conto della riattivazione delle miniere chiuse, della produzione dei giac-

cimenti recentemente scoperti, e della ulteriore produzione delle miniere in grado di produrre contemporaneamente oro e uranio. Sulla base di queste ipotesi « realistiche » si avrebbe che la produzione nel 1970 al prezzo di 70 dollari sarebbe di circa 47 milioni di once (3,3 miliardi di dollari), e che la produzione dal 1975 al 1980 sarebbe dell'ordine di 50 milioni di once (3,5 miliardi di dollari). In altre parole, anche se gli utilizzatori e tesaurizzatori privati prelevano il tradizionale terzo, dovrebbe esservi un quantitativo sufficiente per gli usi monetari e per alimentare adeguatamente le riserve.

Vorrei ora dire alcune parole sulla tesaurizzazione poiché essa influenza in misura notevole il livello delle riserve monetarie mondiali. Storicamente, circa un terzo dell'oro estratto è stato in qualche modo tesaurizzato. A me non piace il termine « tesaurizzazione » perché i possessori di oro lo posseggono per vari motivi; in alcuni paesi lo posseggono per fini monetari. Credo che sia piuttosto difficile in realtà distinguere le ragioni per cui alcuni hanno una maggiore libertà di possedere oro piuttosto che altri. Agli americani è proibito tenere oro così come agli inglesi e attualmente anche a noi sud-africani. Ma nel Medio Oriente si può possedere oro, e l'oro può avere un uso monetario. Io pertanto, preferirei parlare di possesso di oro « personale » e possesso « ufficiale ».

La questione di quanta parte dei « possessi personali » esistenti affluirebbe nelle riserve ufficiali in seguito ad un incremento del prezzo è molto complessa. Non credo che si possa apprendere molto dall'esperienza degli anni '30. Dovete ricordare che ci fu una catastrofica caduta dei prezzi dei prodotti agricoli e che quelli che noi ora chiamiamo i paesi in sviluppo si trovarono in grosse difficoltà. L'aumento del prezzo dell'oro portò a quel tempo ad una notevolissima detesaurizzazione, perché, in un certo senso, gli indiani ed altri hanno dovuto mangiare il proprio oro. La situazione ora naturalmente è molto differente e l'aumento del prezzo dell'oro produrrebbe con ogni probabilità una notevole uscita di oro dai depositi privati. Se mi chiedete di prevedere cosa accadrebbe al prezzo di 70 dollari, io direi che non credo che la detesaurizzazione sarebbe superiore a 150 milioni di once, il che secondo me, costituirebbe un grosso aiuto per le autorità monetarie che posseggono valute estere come se esse fossero adeguati sostituti delle riserve auree.

Michael Spieler: il prezzo dell'oro e la detesaurizzazione dell'oro.

Dalla fine della Seconda Guerra Mondiale, la produzione di oro del mondo occidentale, comprese le vendite di oro della Russia all'Occidente, sono ammontate in totale approssimativamente a 732 milioni di once, o a 25,6 miliardi di dollari al prezzo attuale. Queste disponi-

bilità auree sono state approssimativamente assorbite nel modo seguente:

Distribuzione dell'oro mondiale
(milioni di onces)

1. Alle riserve monetarie ufficiali	290 (40%)
2. All'industria, gioielleria e alle arti	156 (21%)
3. Ai centri di tesaurizzazione tradizionali	173 (24%)
4. Agli altri possessori privati di oro	113 (15%)
	732

La percentuale delle disponibilità di nuovo oro che è stata assorbita dai centri di tesaurizzazione tradizionali e dagli altri depositi privati è cresciuta significativamente negli anni recenti. Insieme, essi hanno assorbito circa due terzi delle disponibilità di nuovo oro nel 1966, anno in cui è stato aggiunto oro alle riserve monetarie ufficiali. Il cambiamento della modalità di distribuzione dell'oro nel mondo durante il periodo 1964-66 è illustrato nella tabella IX-1.

TAB. IX-1. - *Disponibilità e distribuzione dell'oro, 1946-66*
(milioni di onces)

	1946 - 55	1956 - 66	1966	Totale (1946 - 66)				
Disponibilità:								
Produzione (esclusa l'URSS):	241,1	350,2	41,7	633,0				
Vendite dell'URSS al resto del mondo:	8,0	90,8	—	98,8				
Totale della nuova disponibilità:	249,1	441,0	41,7	731,8				
Distribuzione:								
	(%)	(%)	(%)	(%)				
Alle riserve monetarie ufficiali:	123,1	49,4	167,0	37,0	—	—	290,1	39,6
All'industria gioielleria e alle arti:	55,1	22,1	86,3	19,6	14,5	34,8	155,9	21,3
Ai centri di tesaurizzazione tradizionali (netti):	70,9	28,5	86,9	19,7	15,0	36,0	172,8	23,6
Altri depositi privati:			100,8	22,8	12,2	29,2	113,0	15,5
Totale della distribuzione:	249,1	100,0	441,0	100,0	41,7	100,0	731,8	100,0

Questa tabella è basata sui dati della produzione e distribuzione di oro pubblicati annualmente dalla Union Corporation Limited.

Ho già illustrato le difficoltà che si incontrano nel tentare di stimare l'ammontare di oro che sarebbe detesaurizzato se il prezzo dell'oro fosse aumentato a 70 dollari per oncia. Vorrei prima fornire, tuttavia alcune informazioni di base.

La tesaurizzazione dell'oro è basata in parte su attitudini psicologiche profondamente radicate in quelle aree del mondo, quali il Medio Oriente, l'India e l'Estremo Oriente, in cui i risparmi sono tradizionalmente posseduti sotto forma di oro, e nelle economie più differenziate in parte anche per l'incertezza circa il valore e la stabilità della moneta cartacea. Di conseguenza è impossibile prevedere o stimare con relativa accuratezza la reazione dei tesaurizzatori di oro a qualche evento di natura particolare, giacché una tale previsione implica una ipotesi sul futuro clima politico ed economico. Ciò nonostante, può essere utile calcolare quanto oro potrebbe affluire nelle riserve monetarie ufficiali qualora siano fatte certe ipotesi sul comportamento dei differenti gruppi di tesaurizzatori di oro privato.

Anzitutto dovremmo esaminare i termini « tesaurizzazione » e « detesaurizzazione » in questo contesto. Per il passato è stato usuale applicare il termine « tesaurizzazione » a quell'oro che non era mai affluito nelle riserve monetarie ufficiali e neppure usato nell'industria, nella odontotecnica o per fini artistici e di gioielleria, ma era stato assorbito dai privati e dalle istituzioni come mezzo per conservare risparmi o il valore delle scorte. La maggior parte di questo oro è affluito ai « centri di tesaurizzazione tradizionali » (vedi tabella IX-1) ossia il Medio Oriente, l'India, l'Estremo Oriente, e la Francia.

Negli anni recenti tuttavia una parte significativa della disponibilità annua di oro non è affluita né alle riserve monetarie ufficiali né all'industria o alle arti e neppure può essere rintracciata presso i centri di tesaurizzazione tradizionali. Questo oro è stato acquistato da individui e da istituzioni, dagli sceicchi del petrolio, e probabilmente da alcune banche centrali dei paesi che non sono vincolati dalle regole del FMI. È stato accumulato nelle banche o nei depositi sicuri in Svizzera e altrove, in parte come protezione contro la svalutazione delle valute correnti o contro le restrizioni ai movimenti finanziari che si hanno in tempi di perturbazioni monetarie o di sconvolgimento politico (vedi la voce « altri possessori privati di oro » nella tabella IX-1).

In pratica c'è una qualche sovrapposizione fra i differenti tipi di consumo di oro. Ad esempio, in India è usuale per i contadini conservare i propri risparmi di oro in forma di gioielleria semplice. Analogamente l'oro viene oggi acquistato dalle autorità ufficiali in Saigon in ragione di circa un milione di once l'anno come uno dei mezzi per combattere l'inflazione. Il governo del Sud Vietnam lo vende ai fabbricanti che lo trasformano in piccole verghe. Queste sono quindi vendute alle ditte di « gioielleria » che a loro volta le vendono al pub-

blico in pezzi d'oro di due dimensioni, uno al prezzo di 50 dollari e l'altro al prezzo di 100 dollari. Naturalmente questo tipo di assorbimento dell'oro potrebbe essere descritto come vendite destinate alla gioielleria, come tesaurizzazione tradizionale, e anche come una forma di domanda monetaria.

Dopo i mutamenti dei rapporti di cambio avvenuti agli inizi degli anni '30 si constata che la detesaurizzazione da parte dei centri tradizionali di tesaurizzazione dell'oro riguardò più dell'80% di tutto l'oro assorbito da quei centri di tesaurizzazione nel periodo successivo alla prima Guerra Mondiale. Con l'aumento del prezzo dell'oro vi fu anche una qualche detesaurizzazione da parte dell'industria della gioielleria e nelle arti il che consentì un rientro nelle riserve monetarie ufficiali del 10-15 per cento dell'oro che avevano precedentemente assorbito.

Non ne segue che l'esperienza della detesaurizzazione degli anni '30 avrà qualche rilevanza nelle circostanze di oggi nel caso di un raddoppio del prezzo dell'oro. Vi furono ragioni speciali che spiegano la massiccia detesaurizzazione dell'oro in quegli anni quali: la forzata liquidazione durante gli anni della depressione dei risparmi conservati in oro e l'interdizione al possesso di oro da parte dei privati, imposto dal Regno Unito e dagli Stati Uniti. Ciò nonostante un raddoppio del prezzo dell'oro indubbiamente indurrebbe ad una considerevole detesaurizzazione. Per citare un caso solamente, è stato stimato che soltanto in Francia esistono riserve private non molto inferiori ai 150 milioni di once (5,25 miliardi di dollari al prezzo attuale). Data l'attuale struttura politica francese e la forte posizione del franco nell'ambito della Comunità Economica Europea, si può ragionevolmente prevedere che un raddoppio del prezzo dell'oro potrebbe sollecitare a diminuire alcune delle scorte di oro private tradizionali.

Delineato questo quadro d'insieme consentitemi di fare alcune previsioni circa l'ammontare della detesaurizzazione di oro che potrebbe verificarsi al prezzo di 70 dollari (per oncia) in ciascuna delle principali categorie di centri di assorbimento privato dell'oro.

Centri di tesaurizzazione tradizionale. Dalla fine della Seconda Guerra Mondiale i centri di tesaurizzazione tradizionali hanno assorbito circa 173 milioni di once di oro. Se viene ipotizzato che il 30% di questo ammontare sarebbe detesaurizzato, che è una percentuale molto inferiore a quella detesaurizzata nel 1930, un totale di 50 milioni di once verrebbe aggiunto alle riserve monetarie ufficiali durante i cinque anni successivi all'aumento del prezzo.

Gioielleria e arti. Si può sicuramente ipotizzare che una parte dell'oro destinato alla « gioielleria » negli anni recenti è stato conservato più per il valore intrinseco dell'oro che per i meriti artistici dell'articolo. Di conseguenza stimerei che 10 milioni di once (meno del 7% del totale assorbito dall'industria, gioielleria ed arti nel periodo postbellico)

sarebbe fuso nuovamente per il suo contenuto in oro e detesaurizzato, dopo un incremento del suo prezzo.

Altri depositi privati di oro. Sembra ragionevole ipotizzare che la maggior parte dell'oro che negli anni recenti è stato assorbito a protezione contro il deprezzamento delle valute correnti sarebbe detesaurizzato, una volta realizzato un riallineamento delle monete, giacché dopo di ciò esisterebbe un forte incentivo ad investire in titoli produttivi di reddito. Si è stimato che negli ultimi 11 anni, 113 milioni di once sono state stornate in questi depositi; se ipotizziamo che i tre quarti sarebbero detesaurizzati, si avrebbero altri 85 milioni di once di oro.

Riduzione della detesaurizzazione futura. Infine, si può ragionevolmente ipotizzare che un tale incremento del prezzo ridurrebbe decisamente l'incentivo verso un'ulteriore tesaurizzazione e, di conseguenza, altri 15 milioni di once l'anno che vengono correntemente assorbiti dalla tesaurizzazione in quasi-gioielleria e altri depositi privati, affluirebbero alle riserve monetarie ufficiali. Ciò darebbe un totale di 75 milioni di once in un periodo di cinque anni.

In sintesi l'ammontare di oro extra che si può prevedere che possa affluire alle riserve ufficiali durante i cinque anni successivi alla introduzione di un prezzo dell'oro di 70 dollari (per oncia) sarebbe in milioni di once il seguente:

Dai centri tradizionali di tesaurizzazione	50
Dalla gioielleria e dalle arti	10
Da altri depositi privati	85
Stima dell'oro totale proveniente dai depositi privati	145
Piú riduzioni previste nei futuri depositi privati	75
Incremento totale stimato delle riserve d'oro ufficiali	220

Benché non sia possibile fare una valida stima della detesaurizzazione conseguente al raddoppio del prezzo dell'oro, l'analisi delle previsioni fornisce la base per una congettura informata. Con le ipotesi fatte, nei cinque anni successivi ad un aumento del prezzo, la detesaurizzazione dell'oro, piú la riduzione della nuova tesaurizzazione ammonterebbe ad un totale di 220 milioni di once di oro. Ciò vorrebbe dire un aumento almeno del 20% del volume fisico delle riserve-oro del mondo Occidentale e, al prezzo di 70 dollari l'oncia, aumenterebbe il loro valore di circa 15,4 miliardi di dollari.

X. L'oro e la riforma: altri punti di vista

di J. E. Meade, John Exter, Giovanni Magnifico, Robert A. Mundell, Gardner Patterson, Maurice Allais, Philip Cortney

Oltre a coloro che hanno presentato testi scritti, circa due dozzine di specialisti di fama internazionale hanno partecipato alla conferenza del Centro di Bologna e hanno contribuito in misura notevole alla sua riuscita nell'esplorare le numerose alternative riguardanti la riforma monetaria internazionale. Le comunicazioni seguenti sono state scelte fra uno scambio di punti di vista ricco piú del comune, sia perché hanno suscitato interventi sia perché erano in relazione con argomenti spesso di natura tecnica, i quali hanno stimolato ulteriori idee e discussioni. La comunicazione finale di Philip Cortney occupa una posizione particolare. Mr. Cortney, che ha avuto un ruolo chiave nella organizzazione della conferenza, non è stato in grado all'ultimo momento di partecipare, a causa di una malattia. Il suo intervento riflette le sue reazioni dopo aver letto la trascrizione tratta dal nastro.

J. E. Meade *

Parlo col pericolo, io temo, di sembrare estremamente arrogante, ma tenterò di fare del mio meglio per evitarlo. Vorrei dire con franchezza che ho l'impressione, molto sincera e molto precisa, che l'attenzione dedicata alla liquidità nelle nostre discussioni sia piuttosto fuori misura rispetto all'attenzione che è stata dedicata al problema dell'adattamento [delle politiche monetarie]. Sono rattristato nel vedere che tante persone, le quali occupano posizioni di così grande responsabilità, e di tale influenza accademica e intellettuale in queste materie, hanno speso una così ampia parte del tempo discutendo le differenze, che

* J. E. Meade, professore di politica economica all'Università di Cambridge, è il piú importante successore di D. H. Robertson, di A. C. Pigou e di Alfred Marshall. Prima di andare a Cambridge nel 1957, egli è stato per dieci anni professore alla London School of Economics. Tra i suoi libri ci sono *Planning and the Price Mechanism*, *The Theory of International Economic Policy*, *A Geometry of International Trade*, *The Theory of Customs Unions*, *The Control of Inflation*.

riconosco di grande importanza, tra i diversi modi di controllare e di incrementare la liquidità internazionale, in relazione alla parte del tempo che essi hanno dedicato a quello che secondo me, è il problema piú importante, cioè il problema delle modalità con le quali i paesi del mondo libero — paesi sviluppati, industrializzati, i paesi liberali della Comunità Atlantica, se volete — regolano i reciproci pagamenti.

Vorrei incominciare facendo due esempi. Essendo rimasto seduto per molti anni in una torre d'avorio, dopo essere stato un impiegato statale per un breve periodo, i fatti come li conosco io possono essere tutti sbagliati, ma sono discretamente sicuro che la mia teoria sia giusta. Così farò due esempi, e se i fatti sono sbagliati, penserò a qualcos'altro. Ma ho la fermissima convinzione che negli ultimi quindici o venti anni ci sono stati due esempi salienti di politiche macroeconomiche di successo in paesi realmente potenti della Comunità Atlantica. Il primo è la Germania nel periodo in cui c'è stata una piena occupazione, un rapido sviluppo e una inflazione dei prezzi realmente molto moderata, un caso da manuale, accoppiato ad un'enorme eccedenza della bilancia dei pagamenti. Sarei stato estremamente detestato se avessi detto alla Germania, in tali condizioni, « Voi realmente dovete fare una bella inflazione; voi dovete abbandonare questa politica di estremo successo, in cui riuscite a raggiungere contemporaneamente la piena occupazione, lo sviluppo e la stabilità dei prezzi, e dovete orientarvi verso l'inflazione ».

Un'altra politica che ha avuto veramente successo, io credo, è quella che si è avuta negli Stati Uniti, negli anni recenti, quando la percentuale di disoccupazione è stata considerevolmente ridotta da un livello che molti pensavano fosse eccessivo, ed è stata ridotta mediante una politica monetaria e fiscale appositamente concepita a questo scopo, pagando un prezzo, in termini di inflazione, molto ma molto moderato. Cionondimeno, questo paese ha subito un deficit dei pagamenti che è notevole, se è misurato in un certo modo. Non mi piacerebbe dire a questo paese « Voi dovete deflazionare ». In verità credo che questa sarebbe una grande tragedia. E neppure direi che gli Stati Uniti dovrebbero cessare la guerra nel Vietnam allo scopo di migliorare la bilancia dei pagamenti. Che si sia o meno in favore della guerra nel Vietnam, è questo un problema politico che andrebbe deciso sul terreno politico. Il fatto che qualcuno di voi abbia potuto dire che le truppe americane in Germania dovrebbero mangiare soltanto sandwiches di fabbricazione americana mi è sempre sembrata una delle forme piú dannose di controllo degli scambi, perché le spese dei governi, ancor piú che le spese private, dovrebbero essere effettuate sul mercato piú conveniente al fine di dare il buon esempio. Controllo dei movimenti dei capitali, sí, ma non sul fondamento che si debba difendere la bilancia dei pagamenti. Se voi credete immorale che gli americani posse-

gano gli stabilimenti industriali francesi, il vostro giudizio sarà indipendente dalla circostanza che la bilancia dei pagamenti sia in deficit o in surplus; se non volete che essi rilevino le industrie straniere perché ritenete che ciò sia uno sporco affare, allora ditelo a chiare lettere, ma non tirate fuori l'argomento dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Io non credo in questi metodi di controllo degli scambi o in questa inconvertibilità mascherata di cui abbiamo avuto testimonianza.

In gran parte sono d'accordo con quel che ha detto Lord Robbins nel suo indirizzo di apertura, ma credo che egli abbia trascurato una cosa. Non sono affatto convinto che rapporti di cambio fluttuanti necessariamente conducano all'inflazione. Naturalmente è abbastanza agevole seguire il filo dell'argomentazione: è convinzione generale che se si inflaziona si possono perdere le riserve e che se si è realmente ancorati ad un rapporto di cambio fisso, si è costretti ad arrestare tale perdita. Credo ci sia un argomento, d'altro canto, che non andrebbe sottovalutato. È un fatto reale, e noi dovremmo sempre guardare ai fatti, che esiste un movimento a senso unico del controllo dei salari; è molto difficile far scendere i tassi salariali ma non è difficile farli salire. È ciò che fra noi economisti di professione è conosciuto come curva di Philips; l'idea, che io credo sia essenzialmente vera, è che quanto più alto è il livello della domanda interna, quanto più alto è il livello della occupazione interna tanto più rapidamente è probabile che i salari crescano. Se è così, e se si arriva a un punto in cui c'è uno squilibrio nella bilancia dei pagamenti, con rapporti di cambio fissi, è infinitamente più facile superarlo con l'inflazione in paesi in attivo che con una deflazione in paesi in deficit. Ma ciò significa che il sistema dei rapporti di cambio fissi è *pro tanto* inflazionistico. Di fatto, le speranze si orientano verso l'inflazione da parte dei paesi in attivo (piuttosto che verso la deflazione dei paesi in deficit) e tutte le pressioni possibili vengono esercitate perché questo orientamento si realizzi.

C'è un altro punto sul quale io sono in disaccordo con Lord Robbins, dando prova peraltro di grande temerarietà, perché piuttosto francamente non sono sicuro se abbia ragione lui o io. Ma voglio presentare il mio punto di vista. Se i rapporti di cambio fossero più flessibili io non credo necessariamente vero che tutti i contratti, alla fine, sarebbero fissati in termini di una sola moneta. Non credo che la possibilità di stipulare contratti in qualsiasi moneta in circolazione sia incompatibile con un sistema in cui le valute nazionali sono lasciate libere di variare l'una rispetto all'altra. Dubito molto, in verità, che un lavoratore britannico vorrà insistere perché il tasso salariale sia fissato in termini di dollari almeno per un arco di tempo che comprende il prossimo milione di anni. Sul piano dei fatti, non sono sicuro che stiamo parlando di quel che avverrà fra un milione di anni o alla fine dell'eternità. Non sono abbastanza sicuro se, alla fine dei tempi, sussisteranno

ancora contratti stipulati in diverse valute correnti, ma credo di sí. Certamente però, fin quando sussisteranno le cosiddette illusioni monetarie, fin quando i governi nazionali fisseranno le tasse in valute nazionali, fin quando saranno eretti notevoli ostacoli, ed oneri di un genere o di un altro per il libero commercio o per il libero movimento delle forze del lavoro, io credo che gli individui di un gruppo penseranno in termini di una certa moneta e gli individui appartenenti ad un altro gruppo in termini di un'altra moneta; e questo potrebbe essere il mezzo migliore di adattamento della bilancia dei pagamenti, piuttosto che la pratica di alterare il rapporto di cambio.

Esistono poi ogni sorta di proposte, che io non prendo in considerazione ora perché ciò sarebbe ovviamente inopportuno, intese ad alterare i rapporti di cambio in modo moderato, allargando le « fasce » (di variazione) e introducendo quel che io chiamo la « parità mobile », chi chiamasse questo metodo con l'etichetta di « perno scorrevole » mi sembra che gli sia nemico. Se dovessi vendere cibo che serve per la prima colazione, non direi comperate il « caffelatte scorrevole ». Io credo che ci sia un « destino nel nome »; io non voglio chiamare questa idea un « perno scorrevole » ma piuttosto una parità mobile, il che costituisce una differenza piccola ma importante.

Credo anche che sia giusto e appropriato, e non sbagliato, chiedere: qual è la vostra alternativa? Vi accingete ad arrestare la guerra nel Vietnam per porre in equilibrio la bilancia dei pagamenti? Vi accingete a controllare i movimenti di capitale? Vi accingete a comprare a Washington i vostri sandwiches? Vi accingete ad intraprendere il piú efficace dei tentativi per stabilizzare un'economia? Vi chiedo semplicemente quali sono le alternative.

Lasciate che torni indietro al tema di questa conferenza, a ciò che io considero essere il tema piú importante, ma (e questo è il punto in cui sono tanto arrogante) che finora è stato trattato come se fosse un problema secondario: cioè il problema di analizzare le numerose proposte per una revisione della forma dei pagamenti internazionali. Quando affronto questo argomento, lo confesso, chiedo a me stesso: quali sono i tipi di riforma che consentono piú facilmente le oscillazioni dei rapporti di cambio? Io credo che questa sia la questione maggiore. Per questo motivo sono in perfetto accordo con il punto di base del professor Rueff, non sul prezzo dell'oro, temo, ma sull'altro, che mi sembra di maggior importanza, e che è alla base delle tesi tanto del professor Rueff che del professor Triffin, e che consiste nel ricercare il modo di svincolarsi dal *gold-exchange standard*, perché credo che ciò renderebbe possibile al Regno Unito e agli Stati Uniti di impiegare correttamente il rapporto di cambio. Io credo che l'uso di una o due monete nazionali come soli mezzi per effettuare i pagamenti internazionali, renda il meccanismo dell'adattamento dei saldi piú difficoltoso, e non credo che

avremmo tanta esitazione ad impiegare quello che a me sembra il meccanismo piú ovvio, se non fosse per questa circostanza.

Perciò appoggio il professor Rueff e il professor Triffin nel desiderio di porre fine al *gold-exchange standard*. Ciò non significa che non ammiri e non condivida molte delle cose che Bernstein dice. Le condizioni e sono sicuro che la sua proposta potrebbe essere ugualmente sviluppata, ma è di fondamentale importanza, per le ragioni che ho appena indicate, liberarsi dell'attuale fardello costituito dall'impiego delle attuali monete nazionali come forma principale di pagamento internazionale.

Avendo detto che tutte le mie migliori idee, anche se non sono quelle di maggiore importanza, riguardano cogitazioni sul problema secondario, quando avrebbero dovuto riguardare il problema principale, ed avendo introdotto un tema che di fatto non è l'argomento di questa conferenza, temo che avrei fatto meglio a starmene seduto a fumare la pipa.

John Exter *

Credo sia giusto che io venga subito dopo il professor Meade, perché io ho avuto all'incirca le sue stesse reazioni. Noi siamo qui riuniti, io penso, perché temiamo che il sistema monetario internazionale possa crollare. Stiamo discutendo i possibili rimedi. L'errore secondo me, e qui è dove io condivido le convinzioni del professor Meade, è che abbiamo discusso questi rimedi in termini di riserve internazionali o di liquidità internazionale; e questo non mi sembra che sia il problema essenziale. Il problema attuale non riguarda le valute estere che le banche centrali posseggono nelle loro riserve, ma le singole monete nazionali. Infatti le banche centrali creano moneta ogniqualvolta acquistano una *valuta* qualsiasi, sia essa nazionale, sia invece internazionale.

Perciò da un punto di vista intellettuale ho maggior simpatia per il professor Rueff piuttosto che per gli altri due relatori. La funzione che ha svolto il vecchio *gold standard* è stata quella di impedire che le banche centrali, nel diciannovesimo secolo, acquistassero titoli nazionali in misura eccessiva. Ma nel ventesimo secolo, particolarmente dalla Seconda Guerra Mondiale in poi, essi hanno acquistato tali valute in misura eccessiva e il problema è nato dal fatto che le differenti banche centrali le hanno acquistate a tassi molto differenti fra loro.

Il professor Meade ha indicato due esempi. Vorrei dire alcune pa-

* Come membro della missione bancaria a Ceylon alla fine degli anni '40, John Exter è riuscito così gradito al popolo di Ceylon che gli è stato chiesto di divenire il primo governatore della nuova banca centrale di Ceylon, carica che ha ricoperto dal 1950 al 1953. Nel 1954 è divenuto vice presidente della Federal Reserve Bank di New York incaricato delle operazioni estere e dal 1960 è il vice presidente anziano della First National City Bank di New York.

role a proposito di ciascuno di essi. La Germania ha avuto un recupero notevole, ma che non si è basato sull'acquisizione (da parte della banca centrale) di titoli nazionali. Infatti, ad un certo momento, la banca centrale tedesca ha distrutto moneta per ridurre la circolazione e annullare l'eccedenza di bilancio. Giacché la moneta è stata distrutta, l'eccedenza della bilancia dei pagamenti si era accentuata. Il recupero tedesco è stato costruito su un'eccedenza della bilancia dei pagamenti la quale, però, è stata realizzata senza che fosse creata alcuna moneta attraverso l'acquisto di titoli nazionali da parte della banca centrale. A me piace questo tipo di economia, l'applaudo completamente.

Non sono altrettanto restio a criticare il mio paese come lo è stato il professor Meade, perché il nostro recente recupero economico, a differenza di quello della Germania, si è basato su una acquisizione di titoli nazionali da parte della nostra Riserva Federale in una misura che considero fantastica, quasi incredibile. Dalla fine del 1957 la Riserva Federale ha acquistato venti miliardi di dollari di titoli nazionali, principalmente sotto forma di titoli del governo degli Stati Uniti. (Potrei dire di passaggio, che la Banca d'Inghilterra ha continuamente acquistato titoli nazionali, principalmente in forma di titoli del governo del Regno Unito). Il sistema della Riserva Federale non soltanto ha creato moneta ad un saggio molto alto, acquistando titoli del governo degli Stati Uniti in quanto valori interni, nazionali, ma, come ha puntualizzato il professor Rueff, le banche centrali estere hanno a loro volta creato moneta acquistando titoli del governo degli Stati Uniti, invece di oro, in quanto valori internazionali. In altre parole la nostra banca centrale e le banche centrali estere hanno via via acquistato titoli del governo degli Stati Uniti e, in tal modo, creato contemporaneamente dollari. Se queste pratiche continueranno ad un tasso elevato, il deficit dei pagamenti degli Stati Uniti continuerà e non ci sarà alcun rimedio che potrà salvare il sistema.

Il ritmo di acquisizione di valori nazionali da parte della nostra Riserva Federale durante l'ultimo periodo di ripresa ha raggiunto un tasso massimo di 4,8 miliardi di dollari in un periodo di dodici mesi. In aggiunta a questo la Fed ha creato moneta anche con l'acquisizione di valute estere, cosa che in precedenza non aveva mai fatto. Le valute estere sono state acquisite mediante *swaps*. Quindi la creazione di moneta attraverso la volontaria e deliberata acquisizione sia di titoli nazionali che di valute estere ha superato i 5 miliardi di dollari in un anno. Durante il 1966 questo tasso è sceso in modo veramente considerevole fino a 3,2 miliardi di dollari, e l'espansione monetaria è stata ulteriormente arrestata dalla decisione della Fed di aumentare la percentuale della riserva, e con tale misura, come ho potuto constatare nell'ambito della mia stessa banca, è stato assorbito circa 1 miliardo delle riserve delle banche commerciali. Nel 1965 la nostra banca ha incrementato la

circolazione del 12 per cento; nel 1966 di meno dell'8 per cento. La espansione piú limitata è stata salutare per la nostra bilancia dei pagamenti. Le perdite di oro nel 1966 sono diminuite.

Il dr. Emminger ha detto questa mattina che era terrorizzato dalla proposta di Rueff di raddoppiare il prezzo dell'oro, ma le parole che mi hanno terrorizzato di piú in questa scorsa settimana sono state quelle del presidente, nel suo messaggio sullo Stato dell'Unione, nel quale egli ha garantito che avrebbe usato tutti i poteri di presidente per abbassare i tassi di interesse e agevolare la circolazione monetaria negli SU. Egli può mantenere questo impegno soltanto se la Riserva Federale acquisterà in misura sempre maggiore i titoli nazionali.

Se tutte le banche centrali fossero come la banca nazionale Svizzera che non ha in riserva titoli nazionali di alcun genere, o se agissero come la banca di Francia che non ha aumentato i suoi titoli nazionali dal 1958 o come ha agito la banca di Germania nella maggior parte del periodo postbellico, io non sarei preoccupato. Il problema è dovuto al fatto che alcune banche centrali non hanno agito in questo modo. Se dovessi porre una domanda al nostro gruppo sarebbe questa: che cosa dicono le singole vostre proposte a questo riguardo? Credo di conoscere la risposta del professor Rueff. Egli vorrebbe tentare di ottenere mediante un accordo internazionale un ritorno al *gold standard*, instaurando delle regole che le banche centrali dovrebbero osservare, per disciplinare le bilance dei pagamenti e per permettere di contrarre la base di riserva mediante uscite di oro, e non per equilibrare o piú che equilibrare (le perdite) mediante l'acquisizione di monete nazionali. Ma non sono del tutto sicuro delle risposte che il dr. Bernstein o il dr. Triffin darebbero a questa domanda.

Giovanni Magnifico *

Abbiamo udito dal professor Triffin che se ci fosse un aumento del prezzo dell'oro i depositi in dollari potrebbero divenire cosí attraenti che sarebbe difficile impedire alle banche centrali di accumularli di nuovo. La risposta a questa osservazione che è stata fornita da Rueff, è che i principali paesi potrebbero firmare un accordo secondo il quale le banche centrali non potrebbero farlo. Esse non potrebbero accumulare dollari o qualunque altro titolo di cambio estero, in eccesso rispetto alle normali esigenze operative.

Temo che un tale accordo, anche se potesse essere raggiunto, in pratica potrebbe essere senza significato perché le divise estere che pervengono, ai paesi in attivo, non avrebbero bisogno di affluire alle rispettive banche centrali, donde tornerebbero indietro, ai paesi in deficit, con

* È il rappresentante della Banca d'Italia a Londra.

il risultato quindi di inflazionare lo stato di liquidità. In altri termini, le divise estere potrebbero semplicemente rimanere nel sistema bancario commerciale e le banche commerciali potrebbero investirle nei mercati monetari dei paesi in deficit in modo che, anche con il sistema delineato da Rueff, avremmo effetti simili a quelli che ha avuto il *gold-exchange standard*, almeno fino al 1964. Questo sviluppo inoltre sarebbe una semplice estensione delle recenti tendenze, perché negli anni '60 le varie banche centrali hanno trovato il modo di incoraggiare le banche commerciali a possedere in misura minore o maggiore divise estere a seconda delle circostanze. La firma di un accordo di questo tipo naturalmente potrebbe proibire alle banche di impegnarsi in queste operazioni, ma io penso che questa sarebbe una seria violazione della libertà del sistema bancario: ciò renderebbe vani gli sforzi e i risultati di questo periodo postbellico per quel che concerne il mercato internazionale delle divise e dei capitali. È per questa ragione che io non posso appoggiare la proposta di Rueff.

Ho una seconda osservazione che riguarda il processo di adattamento. Insieme col dr. Emminger e col professor Meade, io sono convinto che dovrebbe essere dedicata maggiore importanza al problema dell'adattamento. Dopo tutto abbiamo avuto casi recenti, per esempio il caso dell'Italia nel 1963-64, ed ora forse il caso della Germania, in cui il processo di adattamento è stato effettuato con notevole successo. Si dovrebbe ricordare che il processo di adattamento non è soltanto una responsabilità interna; c'è un aspetto internazionale, e qui vorrei precisare che molte delle tensioni nel sistema dei pagamenti internazionali che sono emerse negli ultimi anni non sarebbero state così gravi se ci fosse stato un accordo maggiore tra i principali paesi industrializzati nell'ordine di priorità tra i numerosi obiettivi di politica economica. Io penso che se certi paesi avessero insistito meno nel tentare di ottenere una quasi assoluta stabilità dei prezzi, e altri paesi avessero insistito meno nel forzare tassi di incremento che l'economia avrebbe potuto sostenere soltanto a costo di una più elevata instabilità dei prezzi, avremmo avuto molto minori difficoltà nei mercati dei cambi di quella che abbiamo sperimentato.

Robert A. Mundell *

Durante i due giorni scorsi sono state fatte tante dichiarazioni che non mi sarebbe possibile prendere in esame tutti i punti che mi interessano. In ogni caso ho compreso che l'offerta di parole eccede la domanda, così che, perché il prezzo non scenda, devo essere quanto più

* Canadese di nascita, Robert A. Mundell è professore di scienze economiche all'Università di Chicago. È riconosciuto internazionalmente come uno dei principali giovani teorici dell'economia.

breve possibile. Bernstein ha chiesto al professor Rueff quale sia la differenza tra una sbarra d'oro e una mezza sbarra d'oro misurata in termini di moneta contante. C'è una differenza, una differenza teorica, che non è stata ricordata né dal professor Triffin né da Gilbert né dal professor Rueff stesso: cioè che l'oro non dipende da nessuno, cosicché quando il livello dei prezzi nel mondo cambia, l'oro agisce come « moneta esterna » mentre la moneta emessa dal sistema creditizio agisce come « moneta interna », secondo la terminologia degli economisti della costa occidentale degli Stati Uniti. In altre parole, quando cambia il livello dei prezzi « l'effetto Haberler-Pigou » opera, non sulla componente creditizia dell'offerta di moneta ma sulla componente oro. La stabilità di base dell'economia mondiale è pertanto basata sulla « moneta esterna », la moneta sonante, che non ha contropartita in quanto avviene in un qualsiasi altro paese. Sono sorpreso che il professor Rueff non abbia menzionato questo punto, perché ritengo che questo è l'elemento teorico chiave, nella sua argomentazione a favore di un incremento del prezzo dell'oro. Sebbene io non abbia personale entusiasmo per un incremento del prezzo dell'oro, la cosa migliore è di esaminare accuratamente tutti gli argomenti in suo favore.

Vorrei ora tornare al tipo di adattamento proposto dal professor Rueff e messo in rilievo dal professor Meade. Confesso una certa simpatia per le sue posizioni a questo riguardo. Io non so perché sia stato così difficile per gli economisti anglosassoni ammettere la verità della proposizione elementare che egli ha esposto: che c'è un meccanismo di adattamento che è automaticamente operativo in regime di tassi di cambio fissi, se ad essi è consentito di operare. Questo meccanismo opera in primo luogo, attraverso gli effetti di una variazione dell'offerta di moneta associata al deficit o all'eccedenza nella bilancia dei pagamenti, e, in secondo luogo, attraverso gli effetti sul livello della spesa, anche prima che si abbia una qualche variazione nei tassi di interesse. Un processo di adattamento che poggia su rapporti di cambio fissi opera molto meglio e più chiaramente di quanto le teorie correnti implicino a tale riguardo. Nel mondo anglosassone la tendenza è di assumere che la « Legge » di Say non sia mai rilevante, mentre sul continente la tendenza è di assumere che essa sia sempre valida. Non è né sempre valida né mai rilevante; talvolta lo è e talvolta non lo è. Sono propenso a credere che questa sia una utile ipotesi durante il percorso di tempo in cui sorgono problemi relativi alla bilancia dei pagamenti. Se è così, il meccanismo di adattamento opera molto meglio di quanto noi, in questa parte del mondo, siamo pronti ad ammettere.

Appoggio perciò, con alcune restrizioni, il commento di Exter circa l'eccessivo impiego di circolazione interna per neutralizzare gli effetti primari e secondari del deficit della bilancia dei pagamenti. Anche il dr. Emminger ha sollevato questo punto e credo che sia molto giusto il fat-

to che il professor Meade, il quale proviene da un'economia che è stata assai travagliata dalla creazione e dal perfezionamento di un meccanismo di adattamento sistematico, lo abbia fatto. Gli inglesi con il loro *Exchange Equalization Fund*, hanno messo in atto un meccanismo che è intrinsecamente l'opposto di un meccanismo di adattamento ed essi incorreranno sempre in difficoltà ricorrenti della bilancia dei pagamenti fin quando non permetteranno che una parte degli effetti monetari del deficit sia sentita. Il peso del dubbio dovrebbe riguardare l'aspetto della automaticità, a meno che non vi siano ragioni molto buone, esplicitamente enunciate, per interferire con esso.

Dubito in conclusione, di poter porre alcune delle considerazioni fatte in una prospettiva che riguardi il futuro. Noi non dovremmo perdere di vista il fatto che nel corso degli ultimi quindici anni l'economia del mondo è stata in condizioni migliori che in ogni altro periodo degli ultimi cinquant'anni, e forse degli ultimi secoli. Il *gold-exchange standard* è molto ma molto migliore di quanto sia reputato. Ha le sue ingiustizie, connesse con il serio problema di quel che il professor Rueff chiama « deficit senza lacrime » e che ora è spesso definito come il « problema del diritto di signoria ». Il fatto che gli americani creino una moneta che è usata come moneta internazionale e che poi la impieghino per comprare stabilimenti industriali europei può essere un'ingiustizia; riconosco la base teorica dell'argomento. In vista però delle poste che sono impegnate, questa considerazione non è affatto abbastanza importante per distruggere la struttura del sistema attuale, sebbene sia un'argomentazione per proteggere e migliorare il sistema o modificarlo in un modo che possa renderlo accettabile per gli europei nel lungo periodo.

Il dr. Emminger ha argomentato che i paesi europei sono ora abbastanza riforniti di dollari, ma che in gran parte, potrebbero essere persuasi a trattenere l'ammontare di dollari che già hanno. Il professor Triffin ha in precedenza menzionato questo punto molte volte e così il dr. Bernstein. Importanti sono ora gli incrementi marginali delle riserve derivanti dalle eccedenze correnti, e al fine di ottenere tali incrementi senza un aumento del prezzo dell'oro o una ulteriore estensione della circolazione del dollaro, è necessario un mezzo di riserva sostitutivo. Questo è il punto di coincidenza delle argomentazioni sulla liquidità del dr. Bernstein e del dr. Triffin, e anche su questo non sono in fondamentale disaccordo. Come ha detto il dr. Triffin noi sottolineiamo i nostri disaccordi, ma in questo caso c'è un notevole grado di accordo. Infatti non c'è ragione, a mio modo di vedere, perché il sistema di adattamento del Rueff e la soluzione al problema della liquidità di lungo periodo proposta dal Triffin e le misure pratiche suggerite dal dr. Bernstein, che sono una soluzione particolare, non si possano accettare. Il dr. Bernstein è orientato precisamente verso soluzioni accettabili, ed egli stesso ha

dichiarato il suo interesse per le soluzioni riguardanti il periodo breve. I problemi di lungo periodo si risolveranno da soli, se operiamo in modo che nel breve periodo si abbiano soluzioni che evolvano verso soluzioni intrinsecamente accettabili anche nel lungo periodo. C'è una forte probabilità che il punto di vista del dr. Bernstein possa essere compatibile nel breve periodo con quanto era proposto dal professor Triffin per il lungo periodo, ammesso che le Unità di Riserva che vogliamo ora creare non siano di tipo tale da essere incompatibili con una qualche futura organizzazione di una banca centrale mondiale. Abbiamo lasciato la porta aperta ad una soluzione di lungo periodo, la più aperta possibile nel caso che si verifichi un'attenuazione della guerra fredda tra parte dell'Europa e gli Stati Uniti. Se ciò accade, c'è qualche speranza per una elegante soluzione del tipo di quelle che il dr. Triffin ha delineato, o nella forma con la quale egli l'ha pianificata oppure nello spirito con cui l'ha esposta.

In sintesi, quindi, sono un entusiastico sostenitore del Rueff, per la questione dell'adattamento, se dobbiamo mantenere rapporti di cambio fissi; del Triffin per la questione della liquidità di lungo periodo, e del Bernstein, per i passi di breve periodo che dobbiamo intraprendere nell'immediato futuro sulla via della salvezza.

Gardner Patterson *

La maggior parte di quel che avrei voluto dire è stato già detto. Io non so se sarei stato in grado di dirlo, ma in ogni caso avrei tentato.

Il primo punto che vorrei sollevare può essere posto sotto forma di una domanda al professor Rueff, e spero che egli potrà domani rispondermi. Vorrei chiedergli di dirci quale pensa potrebbe essere stata la situazione effettiva attuale se la sua proposta fosse stata messa in atto dieci anni fa. Immagino di conoscere come il suo piano operi in casi facili, ma in quelli difficili, quale quello degli Stati Uniti post 1958, quando è un po' difficile cambiare politica sotto tutti i punti di vista, è anche più difficile prevederne gli effetti con chiarezza. Uno dei maggiori obiettivi della proposta di Rueff è di forzare i paesi in deficit a raggiungere un adattamento della bilancia dei pagamenti o, se volete, ad adottare una maggiore disciplina monetaria. Sono veramente curioso di conoscere il pensiero di Rueff, circa il funzionamento del suo piano in un caso simile a quello degli Stati Uniti, e se le politiche così imposte agli Stati Uniti sarebbero state desiderabili.

* La carriera di Gardner Patterson associa una ricca esperienza nella vita ufficiale e accademica. Nel 1940 egli è stato rappresentante del Tesoro degli Stati Uniti in Africa e nel Medio Oriente. Egli è professore di scienze economiche a Princeton dal 1949 ed è stato direttore della Woodrow Wilson School of Public and International Affairs dal 1957 al 1964. È stato consigliere economico delle Ambasciate americane in Israele e in Turchia e capo della missione Economica degli Stati Uniti in Tunisia e consigliere al GATT durante il Kennedy round.

Un aspetto particolarmente significativo di questa conferenza è il fatto che la discussione si sia imperniata sull'oro. È una circostanza caratteristica e qualsiasi cosa possa essere fatta per chiarire e correggere le idee relative all'oro sarà uno dei maggiori contributi. Sono soddisfatto per il fatto che sembra esservi un accordo sul fatto che molte cose che sono state dette a questo riguardo sono irrilevanti. È bene sottolinearlo. Considero irrilevante il fatto che particolari paesi produttori d'oro possano o non possano trarre beneficio da una data politica dell'oro. Dal punto di vista del sistema monetario internazionale, la questione è irrilevante e noi dobbiamo trascurarla. Considero anche irrilevanti le fortune e le sfortune delle stesse ditte produttrici d'oro. I produttori di oro hanno una produzione annua di circa 1,5 miliardi di dollari. È un'industria piuttosto piccola in termini mondiali, ed è poco saggio determinare la struttura del futuro sistema monetario internazionale in base al fatto che 1,5 miliardi di dollari salgano, oppure scendano, o rimangano immutati.

Non sono neppure impressionato dalla equità dell'argomento che per coloro che posseggono oro, sia un po' ingiusto il fatto che il metallo non abbia un valore maggiore di quello che aveva nel 1934 mentre i prezzi di tutte le altre cose sono saliti. Io suppongo che la mobilità dei depositi in oro è stata così grande che il notevole quantitativo attualmente posseduto non è stato acquistato prima che i prezzi dei beni cominciassero a salire ma è stato acquistato negli anni recenti, in cambio dei beni e servizi i cui prezzi erano già saliti.

Ci sono sull'oro però numerose questioni rilevanti. Molte di queste sono già state sollevate, e penso che sia stata davvero una buona cosa. Sono stato impressionato dai dati che Busschau ha dato questa mattina su quel che accadrebbe alla produzione di oro se il prezzo fosse raddoppiato. Il raddoppio del prezzo dell'oro è un passo piuttosto importante, come altri qui hanno abbondantemente chiarito. Il passo è tutt'altro che banale. Eppure se ho scritto correttamente i dati fornitici, al prezzo di 70 dollari, la produzione di oro nel 1980 sarebbe solo di 2,8 miliardi di dollari. Quando considero quel che potrebbe avvenire tra ora e il 1980 al livello del commercio mondiale, il quale in termini reali può ben essere il doppio del livello attuale e quando considero il numero di paesi che saranno interessati (perché il numero dei paesi che saranno interessati in misura notevole è destinato a crescere nei prossimi quindici anni, e con questo incremento ci sarà un ulteriore bisogno di riserve) dubito che il raddoppio del prezzo dell'oro induca ad un adeguato incremento annuo delle riserve nel giro di pochi anni. Siamo sicuri che sia questa la strada su cui basare con sicurezza i nostri regolamenti monetari internazionali, anche se accettiamo tutta la disciplina prescritta nell'insegnamento del professor Rueff? Mi sarebbe piaciuto ascoltare una discussione più ampia su questo punto, perché questa mi sembra una

questione piuttosto importante. Lasciate che mi affretti ad aggiungere che so che i dati sulla produzione futura di oro di Busschau sono stime che potrebbero risultare del tutto errate; cionondimeno non conosco nessuno meglio qualificato di lui a fare tali stime e noi dobbiamo basare le nostre politiche sulle migliori previsioni di cui possiamo disporre.

Maurice Allais *

Forse io mi trovo in una situazione particolare, perché vedo qualche fondamento di verità in ciascuno dei punti di vista che sono stati espressi, e credo che una sintesi, poiché vorrei tentare di fare una sintesi operativa, sia anche possibile. Mi sembra che gli evidenti contrasti fra le posizioni di Rueff, Triffin, Bernstein e Meade sono meno importanti di quanto si creda generalmente.

Vorrei ricordarvi alcuni fatti molto semplici, fatti familiari a chiunque, ma che mi sembrano essenziali. La moneta non è fine a se stessa; il fine ultimo è l'incremento in termini reali dell'economia. Se l'inflazione non è una condizione per l'incremento dell'economia, possiamo asserire che la deflazione è assolutamente dannosa per lo sviluppo, ed ogni regolamentazione del sistema monetario la quale implichi la necessità, per alcuni paesi, in momenti determinati, di prendere misure deflazionistiche, non è un buon sistema. A questo proposito appoggio il professor Meade, e personalmente credo che rapporti di cambio flessibili siano una condizione di base per un sano sistema monetario.

Temo che questo punto, che è un punto essenziale, non sia stato adeguatamente trattato nel corso delle nostre discussioni. Abbiamo parlato della necessità di combattere l'inflazione, ma non ci sono regole del gioco a livello internazionale che renderanno saggi i governi stolti; e nei casi in cui sono perseguite politiche stolte, la cosa migliore sarebbe che queste politiche sfavorevoli fossero confermate come tali dai rapporti di cambio.

Io non condivido una opinione comune a Rueff, Triffin e Bernstein: la loro implicita accettazione delle parità fisse come base del sistema monetario. Se guardiamo ciò che è avvenuto negli ultimi cinquant'anni vediamo che in un modo o nell'altro i paesi sono stati costretti a cambiare la parità delle proprie valute correnti. Questo è un fatto; i fatti possono anche non piacere ma ci sono. La scelta reale, pertanto, non è tra parità fissa e parità variabile, perché questa scelta è già stata fatta. La scelta attuale è fra variazioni occasionali di notevole entità,

* Maurice Allais è un ben noto teorico dell'economia francese. È professore di Scienze economiche all'Ecole Nationale Supérieure des Mines a Parigi ed è professore di teoria economica all'Istituto di Statistica dell'Università di Parigi. Egli ha scritto ampiamente in materia teorica.

come reazioni a forti squilibri, e piccole variazioni continue che possano prevenire lo svilupparsi di forti squilibri. Questo il mio primo punto; la scelta importante non è tra l'oro e la carta, ma tra revisioni occasionali dei rapporti di cambio e revisioni continue.

Se consentiamo di adattare continuamente i rapporti di cambio, noi dobbiamo scegliere tra rapporti fluttuanti liberamente e rapporti flessibili. I primi implicano alcune regole per controllare le fluttuazioni erratiche. Io credo che la seconda scelta sia preferibile. Se essa fosse adottata ci sarebbero alcuni deficit delle bilance dei pagamenti che dovrebbero essere finanziati in un modo o nell'altro. Per questo scopo è necessaria una moneta comune, e l'idea del professor Triffin di muovere verso una moneta comune è una di quelle che io condivido completamente.

Allo stato attuale degli affari però, questa moneta comune può essere soltanto l'oro oppure la moneta cartacea. Su un piano puramente intellettuale non c'è nessuna differenza tra una moneta cartacea la cui quantità sia limitata, e l'oro, come ha sottolineato Bernstein. Ma sul piano sociologico e pratico, c'è un'enorme differenza. L'oro non può essere creato da nessuno, mentre la moneta cartacea può essere stampata. Di conseguenza ritengo che l'uso dell'oro come un mezzo internazionale per regolare le bilance dei pagamenti sia del tutto sensato. Non è la soluzione ideale, infatti offre il fianco a facili critiche, ma io credo che sia la più pratica delle soluzioni attualmente delineate.

Qui devo dichiarare la mia convinzione che ogni sistema misto oro-carta combina tutti i mali sia della carta sia dell'oro. Noi dobbiamo decidere non il giusto dosaggio fra oro e carta, ma l'uno o l'altro, oro o carta. Questa è la sola scelta razionale.

Orbene, se per ragioni sociologiche, politiche e pratiche consideriamo l'oro come il solo mezzo adeguato per saldare le bilance internazionali, sorge la questione: quale prezzo stabilire per l'oro? Sono stato molto influenzato dalla presentazione fatta dal dr. Emminger, una delle più intelligenti che io abbia udito contro ogni rivalutazione dell'oro. Ma c'è una questione alla quale egli non ha fatto riferimento e alla quale egli non ha dato alcuna risposta, la questione della accumulazione progressiva dell'oro nel corso degli ultimi vent'anni da parte di certe banche centrali. Possiamo dolerci di questo fatto; possiamo dire che è irrazionale accumulare oro, ma rimane il fatto che le riserve di oro del Gruppo dei Dieci, esclusi gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, sono cresciute negli anni recenti ad un tasso annuo di circa il 9 per cento, mentre la produzione di oro è cresciuta ad un tasso annuo solo dell'1,3 per cento. Questa situazione non può continuare, e, qualunque sia il valore degli argomenti del dr. Emminger, noi dobbiamo affrontare questo problema.

Credo che la sola conclusione da trarre da una disinteressata disa-

mina dei fatti del passato è che prima o poi, in condizioni ordinate o disordinate, sarà necessario aumentare il prezzo dell'oro. La questione, pertanto, non è se mantenere il prezzo attuale o se aumentarlo ma di aumentarlo in modo ordinato oppure in maniera disordinata.

Se aumentiamo il prezzo dell'oro, di quanto lo aumentiamo? Io credo che raddoppiare il prezzo non sia la risposta esatta. Quelli che argomentano in questo senso, sembrano partire dall'ipotesi che l'aumento decretato nel 1934 (possiamo noi dire, ratificato?) fosse corretto. Negli anni immediatamente successivi al 1934 si determinò tuttavia un eccesso di liquidità aurea che a quel tempo fu ampiamente criticata. Credo che la sola base soddisfacente per il confronto sia il 1913. Prendendo quell'anno come base siamo portati a concludere che per mantenere la parità dell'oro relativamente agli altri beni noi non dovremmo aumentare il prezzo del 100 per cento ma del 50 per cento.

Alcune delle più decise argomentazioni qui presentate contro l'aumento del prezzo, non sono state in realtà argomentazioni contro il prezzo dell'oro ma contro il suo raddoppio. Si è concluso che un incremento così grande ci metterebbe in una situazione fortemente inflazionistica. Io credo che ciò sia esatto. Se noi dovessimo aumentare il prezzo dell'oro tenendo conto di una probabile detesaurizzazione di 6 miliardi di dollari, ci sarebbe senza dubbio una considerevole pressione inflazionistica. Con un aumento del 50 per cento, d'altro canto, le obiezioni relative all'inflazione perdono molta della loro forza.

Se il prezzo è aumentato del 50 per cento, potrebbe essere stabilizzato a questo livello? Direi di no. Credo che dovremmo evitare il ripetersi dell'errore fatto dopo la Prima Guerra Mondiale, quando nel 1925 la sterlina fu riportata al prezzo oro pre-bellico, e così pure evitare l'errore fatto dopo la Seconda Guerra Mondiale, quando non si determinò alcuna variazione al prezzo del dollaro-oro stabilito nel 1934. Noi dobbiamo prevedere, nei nostri progetti, un regolare e continuo incremento del prezzo dell'oro. Credo che un incremento annuo dell'uno per cento sarebbe sufficiente. Ciò eviterebbe qualsiasi deflazione e allo stesso tempo non fornirebbe alcun motivo alla tesaurizzazione.

C'è un ultimo punto sull'oro che vorrei sottolineare. Sono molto favorevole all'oro, ma credo che dobbiamo riconoscere che l'oro non è uno *standard* ideale. Bernstein ha fatto circolare una tavola dei movimenti dei prezzi nel diciannovesimo secolo e, chi legge la storia del diciannovesimo secolo, incontra numerose lamentele a proposito dei movimenti dei prezzi causati dalle fluttuazioni dell'offerta di oro nel mondo. Io personalmente credo che il solo *standard* realmente soddisfacente dal punto di vista di assicurare un livello dei prezzi stabile sarebbe uno *standard* composto da più beni.

Ma dobbiamo concludere da questo che l'oro non ha valore? Questo sarebbe un grave errore. L'oro ha valore, prima di tutto, perché è

mezzo per regolare i conti fra le bilance dei pagamenti e, in secondo luogo, come forma di assicurazione che i cittadini possono contrarre contro il rischio di stolte politiche dei propri governi. Io sono fra coloro che pensano che sia desiderabile consentire un mercato aperto per l'oro simile a quello della Francia e della Svizzera.

In sintesi, penso che ci siano due obiettivi verso i quali dovremmo muoverci. Il primo è di consentire maggiore flessibilità al sistema monetario internazionale. Ciò implica un allargamento del margine di variazione ammissibile per i rapporti di cambio. Siamo ostacolati in questa direzione soltanto dagli Articoli del Fondo Monetario Internazionale, i quali avrebbero bisogno soltanto di una modifica molto piccola per far diventare il sistema molto più adattabile. Il secondo obiettivo, che condivido con il professor Triffin, è la creazione di una moneta internazionale. Una moneta internazionale avrebbe numerosi vantaggi, specialmente la scomparsa delle monete chiave; se tutte le monete nazionali fossero collegate ad una stessa moneta internazionale, allora le variazioni dei rapporti di cambio diverrebbero molto più facili e determinerebbero una perturbazione molto minore.

La questione è di stabilire quale potrebbe essere la moneta scelta. Attualmente la sola possibile è l'oro. Forse entro alcuni decenni, quando l'uomo diventerà più razionale, potremmo prendere in considerazione una moneta internazionale cartacea. È un ideale che non dobbiamo a nessun costo abbandonare. Siamo riusciti a livello nazionale ad abolire l'oro come moneta, per quale ragione non dovremmo riuscirci a livello internazionale? Attualmente, tuttavia, una moneta cartacea globale può essere soltanto un bel sogno. Questa, quindi, è la mia sintesi, nella quale trovo molti punti in comune con le altre posizioni esposte intorno a questo tavolo.

Philip Cortney *

Nelle mie osservazioni sull'oro e sulla riforma monetaria internazionale, vorrei concentrarmi su quello che considero come un pericoloso errore monetario, un errore il quale aiuta a spiegare perché la grande depressione del 1929-33 è stata così profonda e così prolungata, ed è un errore che sembra destinato a ripetersi una volta di più.

Condivido l'opinione di Rist, Jacobsson, Schumpeter, e Hicks che la crisi del 1929 è stata una normale crisi ciclica che non sarebbe stata particolarmente grave se non avesse coinciso con una ingente caduta dei prezzi. Ma perché c'è stata la grande caduta dei prezzi dopo il 1929?

* Per molti anni presidente della Coty Inc. e della Coty International, Philip Cortney si è particolarmente interessato ai problemi monetari sui quali ha scritto diffusamente. Egli è vicepresidente della Monetary Commission of the International Chamber of Commerce.

Nel 1929 il livello dei prezzi nel mondo in termini di oro era di circa il 50 per cento piú elevato rispetto al 1914. Questo livello dei prezzi era una conseguenza della guerra, un risultato dell'inflazione della moneta cartacea per finanziare la guerra e una conseguenza della riduzione dei beni manifatturati sia durante che per alcuni anni dopo la guerra. I mezzi di pagamento erano cresciuti di quattro o cinque volte (e in alcuni paesi piú che cinque volte) rispetto al volume pre-bellico; conseguenza della guerra è stata anche una spaventosa accumulazione di debiti, sia nazionali che internazionali.

Il grande errore monetario dopo la Prima Guerra Mondiale, fu di stabilizzare il contenuto d'oro del dollaro e della sterlina alla loro parità pre-bellica, facendo allo stesso tempo ogni sforzo, adottando il *gold-exchange standard* e espandendo negli Stati Uniti il credito in misura anormale, per stabilizzare i prezzi dei beni ad un livello molto piú alto di quello di prima della guerra. Nel frattempo la produzione annua di oro, invece di trovarsi al livello piú alto richiesto dai piú alti prezzi dei beni era scesa dai 250 milioni di dollari del 1914 ai 230 milioni di dollari del 1929.

L'errore monetario degli anni '20 ebbe due serie conseguenze. In primo luogo la base aurea del sistema monetario internazionale divenne inadeguata per far fronte a tutte le richieste interne ed internazionali e, qualche tempo dopo, nel 1930-31, l'instabilità monetaria e dei prezzi è divenuta molto ma molto piú preoccupante. È significativo che tra il 1924 e il 1934 gli Stati Uniti non furono in grado di accrescere il proprio *stock* di oro. La situazione aveva tutte le apparenze di una « scarsità di oro » (e cosí era caratterizzata da molti), mentre in effetti era la conseguenza dell'errore monetario che ho appena descritto.

J. R. Hicks, nel suo libro *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, ha dato la seguente spiegazione della gravità della Grande Depressione:

Una depressione realmente catastrofica... è probabile che si verifichi quando c'è una profonda instabilità monetaria, quando la carie del sistema monetario diviene molto profonda. La mia interpretazione della Grande Depressione (è che) la crisi è stata alimentata da una situazione monetaria che era instabile in misura piuttosto eccezionale. Il sistema monetario mondiale non si era adeguato completamente alla variazione del livello dei redditi monetari verificatasi durante e dopo la guerra del 1914-18; si stava tentando di operare con una offerta di oro che, ai saggi salariali del tempo era estremamente inadeguata.

Ma una simile situazione prevale anche oggi. Bernstein ha di recente espresso l'opinione « che noi probabilmente abbiamo già una scarsità delle riserve totali, in particolare con il grave esaurimento delle riserve nette degli Stati Uniti e del Regno Unito ».

La seconda seria conseguenza dell'errore monetario degli anni '20

fu che la produzione di oro si stabilizzò ad un livello troppo basso per conseguire la necessaria espansione delle riserve auree e dell'offerta di moneta richiesta in un mondo in evoluzione. La ragione, naturalmente, fu che il costo di produzione dell'oro aumentò sostanzialmente, mentre il prezzo dell'oro in termini del dollaro e della sterlina rimase al livello del 1914.

In un famoso rapporto presentato nel 1946 al venticinquesimo anniversario del National Bureau of Economic Research, Per Jacobsson dimostrò che il rapporto tra l'ammontare annuo di oro disponibile per fini monetari e l'incremento annuo del reddito nazionale era di 1 a 11 nel 1913, mentre saliva da 1 a 30 nel 1929. Da questi dati Jacobsson traeva la conclusione che la produzione corrente di oro costituiva nel 1929 un sostegno dei prezzi minore che nel 1913. Questo sviluppo sfavorevole ha sicuramente giocato un ruolo chiave nella disastrosa caduta dei prezzi, che si associò strettamente con la convulsione monetaria che si ebbe dal 1931 in poi e con la paralisi di tanta parte del sistema del credito internazionale.

La conclusione che Per Jacobsson traeva dagli eventi degli anni '20 si trova formulata alla fine del suo discorso: « Noi dobbiamo osservare accuratamente i segni dei tempi per essere certi di non commettere di nuovo l'errore di tentare di stabilizzare in oro i prezzi e il contenuto in oro delle monete circolanti, ad un livello non perseguibile ».

Le lezioni che possiamo imparare dagli eventi economici e monetari del periodo che va dal 1870 (quando praticamente tutta l'Europa aveva adottato il *gold standard*) al 1933 sembrano chiare:

1) In tempi normali (per essi intendo un periodo non influenzato da una grande guerra), quando c'è un legame, anche non rigido, tra le riserve auree globali e la circolazione monetaria globale, se si fissa il prezzo dell'oro ad un livello adeguato si raggiunge uno stato di equilibrio dinamico, ma stabile, tra la circolazione monetaria, il livello dei prezzi dei beni e la produzione di oro, mentre la produzione di beni aumenta con rare interruzioni.

2) Se l'equilibrio è disturbato da una grande guerra è essenziale, nel ristabilire il legame, libero o elastico, tra le riserve auree e la circolazione monetaria, fissare il prezzo dell'oro al giusto valore, al fine di ottenere un adeguato *stock* aureo monetario globale e un adeguato incremento annuo delle riserve auree mondiali.

3) Dopo un'inflazione monetaria e dei prezzi che succede ad una grande guerra, ogni sistema monetario basato sull'oro, incluso il nostro attuale sistema FMI, è in grande pericolo di collasso, se il nuovo prezzo dell'oro non è stato correttamente stabilito. Il prezzo dell'oro a 35 dollari (l'oncia) è stato scelto dagli Stati Uniti dopo lo sconvolgimento della Prima Guerra Mondiale e della Grande Depressione e alla luce delle circostanze, prezzi, debiti, costi e così via, prevalenti a quel tempo. È

completamente fuori della realtà nel 1967, anche se è stato possibile, fino ad ora, salvaguardare l'attuale sistema monetario dal collasso. Attualmente, il sistema funziona a spese della politica monetaria inflazionistica degli Stati Uniti e del suo cronico, anormale deficit della bilancia dei pagamenti, il quale ha fornito al resto del mondo le riserve di dollari e la liquidità di dollari (mentre allo stesso tempo ha minato la confidenza nel dollaro). L'attuale instabile, precaria e pericolosa situazione è artificialmente mantenuta in vita dalla paura comune di tutti i governi di « ribaltare il carro ».

Gli Stati Uniti hanno ripetutamente stabilito di essere contrari ad un aumento del prezzo dell'oro, come se, in ultima analisi, il prezzo dell'oro dipendesse dalla loro indipendente decisione o volontà. Gli studi di questo problema mi hanno portato alla conclusione, tuttavia, che non è più in potere degli Stati Uniti impedire un aumento del prezzo dell'oro, se si vuole impedire una crisi simile a quella del 1931-33, e se si vuole evitare di scivolare in una economia completamente controllata.

XI. Osservazioni conclusive

di Lord Robbins, Jacques Rueff, Edward M. Bernstein,
Robert Triffin

Nel suo ruolo di moderatore, Lord Robbins ha aperto l'ultima sessione con una relazione sui risultati emersi dalla discussione svoltasi fino a quel punto, sui punti principali di accordo e di disaccordo, mentre sui problemi non risolti egli augurava una ulteriore considerazione da parte di Bernstein, Rueff e Triffin nel corso dei loro interventi finali.

La relazione di Lord Robbins è riprodotta di seguito insieme con quelle dei tre autori, nell'ordine in cui sono state fatte.

Lord Robbins

Consentitemi di eliminare rapidamente qualsiasi impressione che io stia ora emettendo un giudizio, in termini globali, sulle nostre deliberazioni. Se un sommario si propone di fornire una guida per l'azione, io sono effettivamente l'ultima persona competente a farlo a questo livello, e l'ultima persona disposta a farlo. Non ho lavorato per un lungo periodo della mia vita come un pubblico funzionario, ma abbastanza per sapere che voi non prendete decisioni su problemi concreti senza aver prima raccolto un numero di elementi particolari e basilari, maggiore di quelli di cui potrei disporre io in questo contesto. Perciò tutto quello che voglio fare, per dare inizio al dibattito, è di esaminare alcuni punti principali toccati nei nostri discorsi e cercare di indicare le maggiori zone di accordo e disaccordo. Per cominciare, penso che dovremmo ricordare che, nel corso delle nostre discussioni, abbiamo avuto molti preziosi rapporti sulla situazione effettiva. In primo luogo, vorrei rendere omaggio al modo estremamente abile con il quale Milton Gilbert ha dominato il complicato complesso dei fatti relativi all'aumento delle riserve. E vorrei ugualmente rendere omaggio al dr. Busschau per la sua affascinante esposizione sulle possibilità di produzione di oro in futuro. Il dr. Busschau è uno dei più grandi esperti del mondo in questa materia,

ed è stato un grande privilegio per noi conoscere il suo punto di vista su queste possibilità.

In merito ai fatti del passato, che sono significativi, mi sembra che ci siano due conclusioni salienti. In primo luogo, emerge dall'esame di Milton Gilbert quanto è stato già fatto dall'inizio degli anni sessanta, in un modo o in un altro, per provvedere ad un aumento delle riserve. Qualsiasi suggerimento che il mondo sia stato indebitamente ostacolato, fino ad ora, dalle limitazioni di accordi esistenti, compresi il « Bretton Woods Agreement », è smentito dai fatti.

Ho sempre sospettato che, quando fosse arrivata una stretta fragorosa, il dr. Bernstein sarebbe stato in grado di trovare ingegnose interpretazioni di regole, che avrebbero procurato molto più margine di quanto il mondo poteva supporre allorquando le leggi di Bretton Woods furono promulgate; e ciò infatti è accaduto.

Nello stesso tempo, e questa è la seconda conclusione in questo contesto, si deve ammettere la circostanza che se tutto ciò è stato fatto passando sopra alla routine normale, ciò indica l'esistenza di un problema: e Milton Gilbert ha esposto la sua opinione, nel senso cioè che l'esistenza di un problema come quello che discutiamo in questa conferenza, era cominciato a diventare evidente, sul piano dell'azione pratica fin dall'inizio di questo decennio.

Per il futuro, vedo ancora due punti di informazioni, particolarmente importanti. In primo luogo, il probabile declino nella produzione dell'oro al prezzo attuale; ed in secondo luogo, l'affascinante prospettiva di un suo incremento, dopo un intervallo forse di tre o cinque anni, se il prezzo fosse raddoppiato. A questo proposito non posso resistere alla tentazione di alludere all'importante quesito di Gardner Patterson sull'ultimo punto. Egli ha esposto l'opinione che se l'offerta di oro dovesse aumentare secondo un ritmo che i calcoli del dr. Busschau fanno sembrare probabile, si potrebbe far fronte alle necessità di espansione del commercio internazionale, soltanto per un periodo di tempo relativamente breve. Egli si è domandato, quindi, se tutto ciò che si è proposto a questo riguardo, un cambio una volta per tutte, ne valga realmente la pena. Non voglio pronunciarmi su questo, ma è certamente un problema al quale potremmo dare maggiore attenzione.

In merito ai risultati raggiunti fino a questo punto della nostra discussione, circa la concezione in termini generici del problema futuro, io vedo importanti punti di accordo ed alcuni punti di disaccordo. Penso che noi tutti siamo d'accordo che i fatti indicano delle future carenze di riserve. Non ho osservato alcun segno di compiacimento a questo proposito, nessun suggerimento che si possa continuare senza fare nulla. Penso che siamo anche d'accordo sui numerosi grandi pericoli che sembrano impliciti nella presente situazione, ed in particolare sul pericolo che le apprensioni del futuro e le azioni indipendenti di certe autorità

possano far esplodere reazioni a catena che potrebbero rapidamente portare ad una situazione di crisi disordinata.

Penso che siamo stati ulteriormente d'accordo sul fatto che il *gold-exchange standard* ha raggiunto ciò che può essere chiamato il limite quantitativo della sua utilità. Ciò non significa che tutti siamo d'accordo nel voler abolire il *gold-exchange standard*, ma io penso che noi tutti siamo d'accordo che una sua estensione, ad ogni costo, nelle circostanze che prevarranno nei prossimi anni, non è un evento che si debba stimare probabile, o utile.

Non siamo stati d'accordo sul giudizio circa l'utilità che questo particolare meccanismo ha avuto nel passato. Rueff e Triffin hanno messo in rilievo, in modo diverso, i suoi nocivi effetti sul problema dei saldi delle bilance dei pagamenti. Suppongo che altri pensino che il *gold-exchange standard* non abbia funzionato troppo male fino ad ora e che sebbene negli ultimi anni abbia cominciato a zoppicare, tenuto conto dell'incremento generale della produzione e degli scambi che si è avuto dalla fine della guerra, la disponibilità di dollari su larga base non ha ancora avuto necessariamente effetti nocivi. Penso che molti siano d'accordo che non dobbiamo guardare ora in quella direzione, per cercare ulteriori aiuti.

Riguardo al futuro del *gold-exchange standard*, alcuni di noi desiderano vederlo completamente liquidato. Rueff vorrebbe vederlo liquidato perché non è disposto ad ammettere che le sistemazioni delle bilance dei pagamenti saranno salvaguardate, fintanto che esso esiste: non può credere che, mentre esiste il *gold-exchange standard*, le banche centrali possano, o vogliano, condurre i loro affari in vista di tendere ad un equilibrio internazionale. Il mio grande amico James Meade vorrebbe liquidarlo perché l'esistenza del *gold-exchange standard* presenta alcuni ostacoli e complicazioni nei riguardi di alcune riforme nella politica dei rapporti di scambio che egli considera desiderabili. Comunque, alcuni, e sottolineo il notevole contributo a questo proposito del dr. Emminger, pensano che se la fiducia nel dollaro e nella sterlina fosse restaurata, il *gold-exchange standard* potrebbe continuare ad esistere forse in forma limitata, e perfino svolgere delle funzioni utili.

Questo mi porta al successivo punto di ampio accordo, vale a dire che i deficit degli Stati Uniti e del Regno Unito dovrebbero essere sanati, se ci deve essere una speranza di riforma in una qualsiasi direzione. Non c'è un accordo completo circa l'estensione di questo processo di riequilibrio, non so quanti membri della conferenza desidererebbero vedere ancora una volta gli Stati Uniti impegnati nella corsa ad un surplus. Né abbiamo discusso a lungo come questo adeguamento deve aver luogo. James Meade direbbe che, a rapporti fissi di cambio, il riequilibrio potrebbe essere raggiunto soltanto attraverso una pernicioso contrazione della spesa negli Stati Uniti. Suppongo che alcuni di

noi siano meno pessimisti; suppongo che James Meade immagini che i deficit non saranno sanati, a meno che non vi sia una variazione nel rapporto dei cambi. Immagino che la maggior parte di noi condivida lo sgomento di Exter, o se « sgomento » è una parola troppo forte, l'apprensione, all'annuncio del presidente americano che egli intende usare il suo potere di produrre un movimento al ribasso nei tassi di interesse, una politica che certamente non tenderebbe a migliorare la bilancia degli Stati Uniti. Sicuramente da tutto ciò emerge un considerevole accordo su due punti essenziali riguardo ad una soluzione finale. Una soluzione finale deve puntare ad un adeguamento effettivo degli squilibri nelle bilance dei pagamenti e ad una maggiore liquidità di quanto sia prevedibile nel sistema attuale. Immagino che James Meade sarebbe d'accordo con ciò, benché, io credo, egli osserverebbe subito che, se ci fosse maggior flessibilità nei rapporti di cambio, la necessità di mobilitazione massiccia di liquidità, nei termini che si stanno qui discutendo, diminuirebbe.

Infine, ancora sul piano di un'ampia generalizzazione mi sembra di percepire un considerevole grado di accordo sul fatto che il meccanismo del Fondo da solo non è sufficiente a fornire una soluzione. Infatti il professor Dowd ha fatto un'appassionata difesa perché la voce del mondo sottosviluppato sia ascoltata, nelle deliberazioni su questi difficili problemi, e non c'è dubbio che molti di noi simpatizzano con il suo sentimento di fondo. Non di meno, essendomi incontrato con i rappresentanti dei paesi sottosviluppati quando dovettero essere discussi problemi di questo tipo, io stesso troverei difficile in tali contesti di essere molto ottimista circa il grado di aiuto che ci si può attendere derivino a questi problemi, da soluzioni eminentemente tecniche. E sebbene, nel complesso, non abbia sentito attacchi frontali nei riguardi del FMI, come è costituito attualmente, avverto un certo consenso attorno all'opinione che gli attuali problemi richiedono, per la loro concezione ed esecuzione, gruppi più ristretti e più piccoli. Malgrado le proteste che sono state ampiamente fatte di tempo in tempo nel mondo, immagino che ci sia un buon numero di noi che è veramente riconoscente verso l'esistenza del Gruppo dei Dieci.

Ora rivolgiamo la nostra attenzione con maggiori particolari ai piani e alle differenze tra i piani. Noi stiamo discutendo tre piani: il piano di Rueff, il piano di Triffin ed il piano di Bernstein. Confesso di condividere piuttosto il disappunto di James Meade che non sia stato disponibile maggiore tempo per discutere i piani che procedono sulla base di incrementare, in un modo o in un altro, la flessibilità dei rapporti di cambio. Non che io mi trovi molto d'accordo con lui su questo, ma, come ho detto, io penso che non si dovrebbe sottovalutare il peso dell'opinione tecnica (altamente qualificata) che favorisce in maggiore o minore grado soluzioni di questo tipo.

Ma lasciatemi limitare le mie osservazioni ai tre piani che sono stati discussi. Nella mia funzione di conciliatore, comincerò col sottolineare il notevole accordo per quanto riguarda tanto gli obiettivi formali quanto la diagnosi, che è alla base di tutti e tre i piani. Devo dire che sono stato colpito dal continuo richiamo, da parte di Rueff, al problema del riequilibrio; e suppongo che se egli potesse essere convinto che gli altri piani concorrono praticamente alla sua soluzione, le sue opinioni sul prezzo dell'oro non gli impedirebbero di essere d'accordo con loro. Similmente, noi tutti siamo stati testimoni dell'accordo fra Triffin e Bernstein sulla necessità di adeguamento e di adeguamento continuo.

Non di meno, naturalmente, su questo piano emergono notevoli divergenze di opinione. In primo luogo, esiste la rilevante divergenza di opinione tra Rueff da una parte e Bernstein e Triffin dall'altra, sul ruolo dell'oro e sulla possibilità di sostituti dell'oro nelle riserve internazionali. Queste divergenze sono, nella natura delle cose, acute per quanto riguarda l'azione pratica. Alla fine, voi dovete scegliere uno di questi piani e rifiutare gli altri. In secondo luogo, sono emerse divergenze tra Bernstein e Triffin sulla natura e sulla distribuzione dei proposti sostituti dell'oro. Queste mi sembrano rilevanti divergenze e probabilmente potrei affinarle un poco, mettendole a fuoco, all'attuale stadio della discussione, con particolare riferimento a quello che ha detto Rueff. Penso di poter mettere in evidenza il meglio di ciò che è accaduto e ciò che non è accaduto, mediante una breve ricapitolazione.

Se interpreto correttamente, Rueff mette in rilievo, da un lato, la fondamentale necessità del riequilibrio delle bilance dei pagamenti e, dall'altro, gli effetti nocivi del *gold-exchange standard*, quale meccanismo di adattamento. Per vedere le sue proposte nella giusta prospettiva, si deve tener presente ciò che egli dice sul prezzo dell'oro, come utile allo scopo di ottenere tale adeguamento e la diagnosi degli effetti nocivi del *gold-exchange standard*. Poiché la maggior parte di noi sono d'accordo sulla necessità dell'adattamento e sui possibili effetti nocivi del *gold-exchange standard*, le obiezioni alla posizione di Rueff devono riguardare gli espedienti o i rimedi che egli propone, e non i suoi scopi. Queste obiezioni, come le ho ascoltate, sembrano iscriversi in diverse categorie.

Il primo gruppo di obiezioni si riferisce alle effettive difficoltà pratiche di realizzare le sue proposte. Che si sia d'accordo o in disaccordo con lui, penso che si debba ammettere che le osservazioni di Emminger a questo proposito sono forti e convincenti. Personalmente sono stato molto impressionato dalla sua esposizione circa le difficoltà pratiche di negoziare una variazione di questo tipo. Si è portati a domandare, e spero che Rueff sarà in grado di parlare un po' su questo argomento, se si deve concludere che una tale variazione possa accadere sol-

tanto a causa di una crisi. Fino a questo punto, la bilancia degli argomenti sembra indicare che esista un reale pericolo in questo senso.

Un secondo gruppo di obiezioni è basato sui pericoli dell'inflazione. Noi abbiamo già avuto un'esposizione illuminante su questo problema dallo stesso Rueff. Dico « illuminante » perché essa mi aprì gli occhi su alcuni aspetti della concezione di Rueff sul funzionamento del *gold standard* di cui io ero prima vagamente a conoscenza, ma che io non ho mai sentito formulati così esplicitamente. La posizione di Rueff è che, pur ammettendo pericoli d'inflazione, gli strumenti a disposizione delle banche centrali, pur escludendo le misure speciali che egli propone per il rimborso delle obbligazioni e dei prestiti, porrebbero il sistema in condizione di evitare questi pericoli. E su questo ho notato che Bernstein, sempre disposto a fare concessioni intellettuali quando sente che le concessioni intellettuali sono dovute, dice che non si dovrebbe escludere completamente la possibilità di accordi che realizzerebbero questo scopo. Non di meno, per parte mia, sia le implicazioni generali di questa variazione, sia ciò che è stato detto più dettagliatamente, mi lasciano con la spiacevole sensazione che l'ordine di grandezza delle variazioni proposte nel prezzo dell'oro può portare con sé seri pericoli d'inflazione. Probabilmente anche a quest'ora tarda, Rueff potrà dire di più per rassicurarci.

Il terzo gruppo di obiezioni dipende da ciò che io chiamo l'aspetto « una volta per tutte » della proposta. A mio avviso, il comune sentimento è che, in contrasto con questa qualità, il desiderio fondamentale è un meccanismo di creazione di riserve che permetta la graduale variazione e il graduale adattamento alle necessità della situazione del mondo quali si rivelano. Penso che si è generalmente d'accordo che variazioni discontinue nel prezzo dell'oro sarebbero indesiderabili.

Il prof. Allais, comunque, ha suggerito continue piccole variazioni. Io non ho colto alcuna adesione a questa proposta, ma certamente essa deve essere inclusa nella lista delle possibilità.

Infine, di certo, sottolineando la posizione di molti fra noi, si incontra una certa difficoltà a convincersi che non vi possano essere autorità superiori, adatte a realizzare piani alternativi, piani che eliminino i pericoli di perturbazioni catastrofiche del tipo che il dr. Emminger ha messo in rilievo e piani che permettano uno sviluppo futuro di un sistema mondiale integrato. L'opinione di Rueff, credo, è che egli simpatizzi con tali piani, ma li trovi praticamente inaccettabili.

Che cosa circa gli altri piani? Qui siamo evidentemente su un terreno estremamente tecnico dove io non sarei in grado di sostenere sul piano della discussione le mie opinioni sia con Bernstein, sia con Triffin. Ma farò loro una grave offesa, mi alienerò la loro amicizia, se dico che penso che essi hanno molto in comune, veramente molto in

comune, nei confronti delle proposte di Rueff? Quindi io sono stato indotto a parlare di loro come di una sola cosa. Nelle mie note essi sono indicati « B & T ». Ma ci sono divergenze e spero avremo occasione di sentirle discusse piú tardi questa mattina.

In primo luogo, penso — ma non ne sono sicuro — che ci sono alcune divergenze riguardo alle tendenze ultime. Ho il sospetto che il piano di Triffin sia piú ambizioso di quello di Bernstein, sebbene Triffin mi abbia assicurato che egli non vuole essere considerato molto ambizioso a questo livello, ed io so da lunga conoscenza che Bernstein è in fondo al cuore un idealista utopistico. Così penso che si tratti di una piccola differenza sebbene essa appaia di tanto in tanto, quando si discutono i particolari problemi. Ma ambedue ammettono che non possiamo piú andare avanti coll'attuale sistema, ed ho fiducia di non offendere nessuno nel suggerire che ci possa essere una convergenza di opinioni su ciò che è necessario fare nei prossimi due o tre anni.

Comunque c'è un'ulteriore divergenza che forse nell'ampia gamma di discussione su questi punti, non è così importante, ma che ha considerevole rilievo in qualsiasi discussione tecnica, vale a dire una divergenza sulla tecnica di distribuzione delle nuove riserve che essi si propongono di creare. Bernstein fa affidamento sui criteri basati, forse, ed in questo egli è molto possibilista, sulla struttura delle quote del Fondo Monetario Internazionale. Egli spera di ottenere un adattamento mediante passi, consigli e la pressione di autorità competenti, mentre Triffin cerca di portare il meccanismo nell'ambito dello schema di una banca centrale mondiale. Mentre non voglio strappare parole dalla sua bocca, immagino che la risposta di Bernstein alla critica secondo cui i suoi criteri per il collocamento delle riserve sono un po' arbitrarie, sarebbe che, dopo tutto, si debbono avere dei criteri ed è piú probabile farla franca con questo e che, in conclusione, sebbene i suoi criteri siano logicamente imperfetti a confronto di quelli avanzati da Triffin, il grado di imperfezione non è molto importante e può essere piú facile portare a termine la riforma. Ma ora mi sto avventurando nel campo delle congetture e devo fermarmi perché, dopo tutto, abbiamo qui i protagonisti e spetta ad essi continuare.

Vorrei, perciò, concludere con il suggerimento che, a mio avviso, ci sono almeno tre aspirazioni fondamentali che devono essere menzionate in qualche modo nella nostra discussione conclusiva. Penso che dovremo avere esplicita risposta, se posso usare le mie note stenografiche, da B & T alla critica di assenza di realismo fatta da Rueff. Personalmente gradirei anche ascoltare un ulteriore sviluppo da B & T individualmente — non collettivamente — delle loro idee sui prossimi passi ed infine gradirei ascoltare ulteriori commenti di Rueff alla critica di Emminger sugli immediati pericoli nel negoziare le sue proposte e, a

questo riguardo, una qualche risposta di Rueff alla richiesta estremamente affascinante di Patterson. Che cosa sarebbe accaduto se il piano fosse entrato in funzione dieci anni fa?

Jacques Rueff

Sono molto grato a Lord Robbins per aver messo il dito su ciò che per me è il principale problema: il processo di adattamento. E mi sento molto incoraggiato poiché molti amici intorno a questa tavola sembrano condividere quel punto di vista. Ciò non è stato vero in passato. Penso che il professor Meade abbia ragione, quando dice che è stata data molta attenzione alla necessità di liquidità mentre molto poca è stata rivolta alle necessità di adattamento. A questo proposito vorrei rispondere all'accusa di mancanza di realismo. Vorrei sottolineare un punto molto semplice: senza scambi con l'estero non si può spendere la valuta estera; quando una tesoreria è priva di valuta estera ed è stata informata di non poter ricevere crediti dall'estero, non c'è altro da fare che chiudere bottega. Spero che riconoscerete che questo è veramente realismo. Qualsiasi altra cosa è puro sogno: i piani possono essere eccellenti, ma senza scambi con l'estero essi sono finiti. In tal modo il problema è di creare una situazione nella quale si abbia un equilibrio permanente nella bilancia dei pagamenti.

Qui devo ringraziare Patterson per la sua interessante questione, perché essa mi spinge a sviluppare ciò che mi sembra l'essenza del problema. Egli ha domandato: « Che cosa sarebbe successo se la mia proposta fosse stata applicata dieci anni fa? Risponderò nel modo più provocatorio. Non ci sarebbe stato deficit nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. In passato, quando vi era un efficace sistema di pagamenti, i saldi avevano sempre luogo immediatamente, principalmente attraverso le variazioni nella bilancia commerciale. I paesi ricchi, i paesi con un alto reddito proveniente da investimenti esteri, navigazione ed altre fonti, tipicamente avevano una bilancia commerciale con un pesante deficit. I paesi poveri, avendo contratto prestiti all'estero, normalmente avevano un saldo commerciale attivo. Per esempio, nel 1930, la Francia, la Gran Bretagna, l'Olanda, il Belgio e la Svizzera avevano tutti un grosso deficit nelle loro bilance commerciali. D'altra parte, la Germania che era in condizioni povere, come la Polonia, la Romania e l'Ungheria, che erano paesi poveri con grandi necessità interne, avevano tutti un forte avanzo nella bilancia commerciale.

Potrei citare molti altri esempi, ma il tempo non lo permette¹.

¹ Questi ed altri casi sono discussi in modo più particolareggiato nel libro di Rueff, *The Balance of Payments*, New York, MacMillan, 1967.

Permettetemi di darvene uno ancora, il piú straordinario, il caso della Francia prima della Prima Guerra Mondiale. La Francia, un vecchio e ricco paese con ampi investimenti all'estero, ha avuto per molti anni un deficit nella sua bilancia commerciale. Tra il 1870 ed il 1914, la bilancia commerciale francese fu in deficit ogni anno, eccetto quattro. Quali furono i quattro anni? Voi ricorderete che nel 1870 perdemmo una guerra contro la Germania e, secondo il Trattato di Francoforte del 1871, dovevamo pagare alla Germania cinque miliardi di franchi oro, che furono trasferiti nel 1872, 1873, 1874 e 1875. I quattro — i soli quattro anzi — in cui la bilancia commerciale francese fu in avanzo furono esattamente questi anni: dal 1872 al 1875. Ho riscontrato lo stesso risultato per quanto riguarda le riparazioni tedesche dopo la Prima Guerra Mondiale, in una lunga discussione che ho avuto con Lord Keynes, che fu pubblicata nell'«*Economic Journal*» nel 1929.

Ma ritorniamo al caso degli Stati Uniti, poiché esso è il piú « illuminante ». Gli Stati Uniti, con grande generosità, hanno fatto enormi pagamenti all'estero, i fondi Marshall, altri aiuti, spese militari ed anche larghi investimenti: tutto ciò ha richiesto grandi trasferimenti ed implicato un largo avanzo nella loro bilancia commerciale. C'è stato, infatti, un largo avanzo commerciale, ma non è stato abbastanza consistente da portare la bilancia dei pagamenti in equilibrio. Che cosa è mancato? Effettivamente, soltanto una piccola frazione dell'ammontare necessario non fu trasferito, e non fu trasferito perché, con il regime del *gold-exchange standard*, esso è ritornato agli Stati Uniti. Questa piccola frazione, realmente un ammontare minimo in relazione all'ammontare effettivamente trasferito, corrisponde all'incremento nei conti (esteri) in dollari ed ai diversi nuovi espedienti che Milton Gilbert ci ha descritti: *swaps*, le obbligazioni Roosa, ecc.

Le mie conclusioni non sono affatto rivoluzionarie. Esse sono ciò che i professori hanno insegnato per molti anni. Esse sono valide non soltanto in teoria, ma anche in pratica, e la sensibilità del meccanismo è così grande che, dove è messo in opera, non ho mai visto un ritardo di piú di tre mesi tra la causa e l'effetto.

In tal modo risponderai a Patterson che sono completamente sicuro che se le mie proposte fossero state applicate dieci anni fa, cioè, se non ci fosse stato il *gold-exchange standard*, ma effettivi pagamenti per l'intero ammontare del deficit nella bilancia dei pagamenti, il surplus delle esportazioni degli Stati Uniti sarebbe stato di poco superiore, e ciò avrebbe soppresso il deficit dei pagamenti ed avrebbe anche soppresso la ragione degli incontri di questo tipo, perché i nostri attuali problemi non sarebbero sorti.

Ciò non significa che gli Stati Uniti siano da biasimare per la situazione presente. Gli americani non sono gli autori del *gold-exchange standard*. Essi non lo hanno mai chiesto; essi ne sono le vittime. Il

gold-exchange standard non è stato mai programmato, non è il risultato di uno studio scientifico inteso a migliorare il sistema monetario internazionale. È semplicemente il risultato del fatto che certe banche centrali hanno preferito avere nei loro bilanci mezzi capaci di fornire reddito invece di oro. Alcune banche centrali nemmeno hanno capito ciò che rappresenta il *gold-exchange standard*. Quando nel 1961 pubblicai il mio articolo *Il pericolo per l'Occidente: il gold-exchange standard*, due miei amici appartenenti a banche centrali mi domandarono: « Tu credi veramente che noi non ci troviamo in regime di *gold standard*? ». La loro domanda poteva soltanto significare che essi non avevano capito quale rivoluzione era intervenuta nell'operazione del meccanismo dei pagamenti mondiali.

Alcuni possono domandare: « Perché una riforma? Ogni cosa va bene ora, perché non continuare? ». Bene, lasciatemi rispondere che quando qualcuno cade dal decimo piano di un palazzo, ogni cosa va bene fino a quando egli non avrà raggiunto il suolo! Nella situazione presente, che si determina mese per mese, noi stiamo dirigendoci verso il suolo, e questa è la ragione della riforma, anche se in questo momento accomodamenti possono essere soddisfacenti. Vorrei aggiungere che sempre nelle catastrofi bancarie, tutto sembra andar bene fino all'ultimo momento.

I miei due amici, Bernstein e Triffin, sono d'accordo con me sulla necessità della riforma, e gradirei dire poche parole sulle loro ingegnose proposte. Da ciò che ho letto dei loro piani molto elaborati, ho capito che in ambedue i casi essi hanno in mente una moneta inconvertibile, una moneta totalmente o parzialmente inconvertibile in oro. Sono convinto che, qualunque sia la saggezza delle autorità, la creazione di una moneta inconvertibile *ad hoc* rende l'equilibrio internazionale molto improbabile. Nel 1930 ero addetto finanziario a Londra e studiai la politica della Banca d'Inghilterra prima della crisi. Ho anche esaminato la recente politica del Federal Reserve Board. In ambedue i casi, l'effetto monetario di un'uscita di oro fu cancellata dalla creazione di credito. Non fu per una deliberata volontà che ciò avvenne; fu il risultato naturale delle pressioni provenienti dal mercato. Naturalmente la Banca Centrale avrebbe anche potuto opporsi a queste pressioni con una deliberata politica di sconto, ma ciò era politicamente e tecnicamente difficile, se non umanamente impossibile. Fino a quando le creazioni monetarie sono indipendenti dai movimenti aurei, come mi sembra il caso delle proposte Triffin e Bernstein, nella misura in cui le loro proposte comportano la creazione di una moneta inconvertibile, vi è poca speranza di un equilibrio internazionale.

Il punto successivo concerne l'assegnazione delle nuove riserve. Certamente nuove riserve sono un regalo gratuito. Se Bernstein dà le nuove riserve a chiunque, come egli propone, i paesi in surplus avranno

un incremento della loro liquidità, e ciò o non avrà effetto o farà sorgere il problema sul quale egli stesso ci ha messo in guardia, cioè l'effetto dell'inflazione che deriva da liquidità non voluta. Tale assegnazione mi sembra puramente arbitraria ed io non credo che vi sia una soluzione razionale in questa direttiva.

Io ho la stessa opinione sul tasso di creazione delle riserve. Qui mi sembra che manchi addirittura un qualsiasi criterio. Triffin chiede nel suo piano che le riserve vengano incrementate dal 3 al 5% ogni anno e Bernstein consiglia un incremento annuale del 3%. Ma come sappiamo se questo saggio è troppo o troppo poco? Potrebbe essere il tasso giusto soltanto per puro caso. La produzione d'oro, d'altra parte, è regolata dal movimento dei prezzi delle merci. Se il prezzo dell'oro fosse stabilito ad un livello realistico, vi sarebbe ogni ragione per credere che la produzione dell'oro sarebbe influenzata in modo tale da provvedere all'appropriato incremento delle riserve.

Ma il prezzo dell'oro deve essere al livello giusto. Se il sistema monetario funziona in via continuativa, esso mantiene tutti gli elementi della situazione economica, e particolarmente i prezzi, ad un livello che corrisponde all'ammontare della liquidità del mondo. La questione di un « cambiamento » nel prezzo dell'oro emerge soltanto se c'è stato un lungo periodo, come abbiamo avuto dopo le due guerre mondiali, durante il quale non è stato permesso all'oro di svolgere la sua funzione correttamente. Durante la Prima Guerra Mondiale, il livello dei prezzi negli Stati Uniti aumentò del 50%. In tali casi si ha soltanto una scelta: o ridurre il livello dei prezzi ad un livello corrispondente al vecchio prezzo dell'oro o aumentare il prezzo dell'oro ad un livello corrispondente al nuovo livello dei prezzi. Naturalmente, è puramente accademico immaginare che il livello dei prezzi potesse essere ridotto del 50 per cento negli Stati Uniti, ed è per questo che penso che non vi è altra soluzione accettabile, tranne un aumento nel prezzo dell'oro.

I piani di Bernstein e Triffin sono estremamente sottili, intelligenti e naturalmente complicati. Dalla mia esperienza di pubblico funzionario, ho tratto il convincimento che gli strumenti amministrativi debbano essere semplici, perfino rudimentali e facili da capire. Non credo che si possa muovere il mondo con strumenti delicati, da chirurgo. E non penso che con tali strumenti si possa andare molto profondamente nella realtà della condotta umana. Si debbono avere strumenti molto semplici, e la proposta che vi presento è di questo tipo. Essa è rudimentale; essa è efficiente, ed è semplice. Al contrario, i piani dei miei due amici sono sottili e altamente ingegnosi, ma complicati. Questo mi sembra un argomento valido per preferire la mia proposta.

Ora vengo al punto sollevato dal dr. Emminger: la difficoltà dei negoziati. Lasciatemi dire che questo problema non è così difficile. Nel

1958 abbiamo avuto una trattativa con le banche centrali europee per ristabilire la convertibilità. Essa fu condotta in gran segreto senza alcun fastidio. Nel 1938 io negoziai personalmente l'accordo Tripartito con gli Stati Uniti ed il Regno Unito. Fu possibile condurre queste trattative molto segretamente. In una occasione, Mr. Morgenthau, che era allora Segretario del Tesoro americano, stava ritornando negli Stati Uniti; lo accompagnai da Le Havre a Southampton con la nave, penso che fosse la Normandie, ed avemmo una conversazione che nessuno conobbe. Nel 1935, quando stavamo trattando un accordo con la Germania per la Saar, lo incontrai, sempre alla testa della delegazione, in un museo olandese. Sapete che ci sono delle poltrone di fronte ai quadri e là discutemmo problemi segreti regolarmente per tre mesi. Nessun giornalista del mondo seppe mai che quelle discussioni avevano luogo.

Così sono sicuro che se fossimo consci della necessità di un accordo, esso potrebbe essere raggiunto segretamente ed efficientemente. Ma il problema è di rendere consapevole la necessità, ed in particolare farne consapevoli gli Stati Uniti. Fino a quando i problemi rimarranno come sono, nulla sarà possibile prima che la pressione degli eventi abbia forzato all'azione. Sono d'accordo con il dr. Emminger che le prospettive per un accordo prima di una crisi, sono molto deboli. Quando le conclusioni sono difficili, sono difficilmente stabilite dagli uomini, ma piuttosto dagli eventi. Nel frattempo, ci sarà un maggior controllo negli scambi con l'estero, più regolamenti, forse quote di importazione, misure che sono realmente nocive per il benessere del mondo, particolarmente se prese da un paese di tale importanza quale gli Stati Uniti.

Ciò che è probabile, se una riforma basata sulle linee che ho suggerito non sarà applicata prima di una crisi, è che continueremo a lasciarci trascinare fino a quando sarà evidente che la domanda di oro non può essere più a lungo soddisfatta. In quel momento, ci sarà un embargo sull'oro, e sotto l'ombrello di questo embargo, sarà possibile sistemare la questione.

Spero che allora, almeno, il problema sarà risolto rapidamente, cioè in pochi giorni. Abbiamo avuto molte esperienze di questo tipo, particolarmente in rapporto con la svalutazione. Lo scenario è sempre lo stesso. Dopo la chiusura delle borse al venerdì sera, il governo decreta un embargo sull'oro o sugli scambi con l'estero e, dopo ciò, la rappresentazione può cominciare. Quello che io vorrei è che l'accordo fosse raggiunto così rapidamente che il lunedì mattina fosse possibile riaprire la borsa e ristabilire la libertà di pagamenti al nuovo prezzo dell'oro. Le misure che ho proposto sono facili da capire; i banchieri centrali sono abituati a negoziazioni molto più complicate. Essi si incontrano regolarmente e si conoscono bene. Accordi tra banche

centrali sono così comuni che è leggermente assurdo esagerare le difficoltà. Infine, dovrei aggiungere che nulla dovrebbe essere negoziato in riferimento ai regolamenti del Fondo Monetario Internazionale, perché gli articoli del Fondo autorizzando una uniforme variazione nella parità delle valute, hanno stabilito una saggia norma per riformare ciò che io sento essere così acutamente necessario.

Spero ancora che tale riforma, per la quale combatto energicamente da sei anni, sia adottata prima di una crisi. Altrimenti avremo un'esperienza dolorosa e pericolosa che con un po' più di saggezza politica, avremmo potuto facilmente evitare. Nel frattempo, prepariamoci, almeno, ad ottenere che la crisi sia, per quanto possibile, la più breve e la meno dolorosa possibile.

Edward M. Bernstein

Vorrei cominciare col dire quanto io abbia gradito questa discussione. Parlando in generale, trovo gli incontri sulle riforme monetarie internazionali molto spinosi, perché devo ripetere ciò che ho detto in molti altri posti e perché ascolto gli stessi problemi e gli stessi argomenti. Ciò che ha reso insolitamente buona questa discussione è la schiettezza con la quale abbiamo affrontato il problema dell'oro e l'atteggiamento ragionevole che i partecipanti, e specialmente gli avvocati di una variazione del prezzo dell'oro, hanno mostrato. Naturalmente non avremmo potuto raggiungere tale successo se non avessimo avuto un tale moderatore e leader quale Lord Robbins ed un eccellente presidente quale Willard Thorp.

È un peccato che non si possa discutere ogni aspetto importante di un problema nella stessa conferenza. È evidente che il processo dell'adeguamento è molto importante. Infatti, in un certo senso, l'adattamento è il problema più importante, perché la sola ragione di discutere sulle riserve è di ottenere un più facile mezzo per saldare i conti delle bilance dei pagamenti. Son d'accordo con Mundell che, generalmente parlando, il processo di adattamento nel mondo, nel periodo post-bellico, ha funzionato ragionevolmente bene. Con ciò, intendo dire che gli squilibri della bilancia dei pagamenti sono stati risolti senza depressioni prolungate e grosse deflazioni. Sono eccezioni gli Stati Uniti ed il Regno Unito. Ma perfino nel caso degli Stati Uniti, è importante notare che il processo di adattamento ha funzionato in una direzione molto importante: abbiamo aumentato il nostro avanzo nelle esportazioni di beni e servizi decisamente dal 1959 al 1964. La difficoltà è che nello stesso periodo abbiamo aumentato il nostro deflusso di capitale privato su una scala fantastica, mentre, naturalmente, il governo ha anche incrementato le spese per aiuti e scopi militari. Sfortunatamente, non è stato così facile ottenere un pareggio naturale e semplice nei conti di investi-

mento — e certamente non negli aiuti e conti militari — come nei conti della bilancia commerciale.

Sono d'accordo che se la sistemazione dei saldi fosse stata fatta esclusivamente in oro, gli Stati Uniti avrebbero reintegrato piú presto la bilancia dei pagamenti. Non sono sicuro che ciò sarebbe stato meglio per il resto del mondo. Una deflazione negli Stati Uniti non sarebbe stata un bene per il resto del mondo, né altrettanto lo sarebbe stato un taglio negli aiuti. Comunque, potrebbe essere stato preferibile per gli Stati Uniti aver preso le misure speciali che l'adattamento avrebbe richiesto, perché gli Stati Uniti sono stati la principale vittima della politica di lasciare accumulare i suoi impegni in dollari. Ora siamo nello stadio, e, vedete, sono pienamente d'accordo su questo punto con il dr. Rueff, in cui stiamo utilizzando il piú famoso di tutti i processi di adeguamento, il letto di Procuste, stiamo per tagliare, prima o dopo, questo eccesso di spese estere, questi pagamenti in eccesso. Mi dispiace che ciò debba essere fatto attraverso un processo cosí rudimentale. Sarebbe stato molto piú simpatico farlo attraverso le forze di mercato, non soltanto perché è piú in armonia con Adam Smith, e questo sarebbe stato un buon motivo, ma anche perché le forze di mercato, almeno teoricamente e probabilmente di fatto su larga scala, rendono minimo il costo dell'adeguamento.

Ma io devo andare avanti perché, anche se l'adattamento dei saldi delle bilance dei pagamenti può essere la questione piú importante, il nostro tema è l'oro e la riforma monetaria. Prima di tutto devo fare una piccola correzione all'eccellente sommario del mio amico Lionel Robbins. Nel mio grande desiderio di essere accomodante, accettai che avremmo potuto avere un accordo internazionale sul controllo delle future riserve ufficiali in dollari. Questo è fin dove sono andato; io non fui d'accordo sul principio che avremmo potuto evitare certe conseguenze inflazionistiche di una massiccia variazione nel prezzo dell'oro.

Quale sarebbe infatti la conseguenza di un aumento del 100/100 del prezzo dell'oro? Non mi soffermo sull'argomento dell'equità di questa operazione, perché si tratta di una questione pragmatica. La considerazione importante da fare riguarda le conseguenze dell'aumento del prezzo sull'economia mondiale. Benefici al paese A o al paese B sono secondari e certamente io non sono interessato ai benefici dei produttori d'oro. Essi non otterrebbero nulla di extra per i miliardi di oro che essi hanno prodotto in passato e se essi ottenessero qualche cosa di extra nel futuro, sarebbe soltanto perché noi chiediamo oro.

Un aumento del 100/100 del prezzo dell'oro aumenterebbe il complesso delle riserve di tutti i paesi, a parte il Fondo Monetario Internazionale, di 41 miliardi di dollari. Lo farebbe da un momento all'altro. Dobbiamo sottrarre da questa cifra la maggior parte delle riserve ufficiali di dollari e sterline, nella ipotesi che la proposta Rueff sia ac-

cezzata e dovremmo aggiungere una somma ignota; e cioè il ritorno dell'oro dalle scorte private. Qualunque sia il risultato, io trovo che ciò è un enorme aumento delle riserve mondiali in un tempo molto breve.

Il secondo punto da prendere in considerazione concerne quello che avverrebbe sul piano della distribuzione delle riserve. Secondo il Piano Rueff, gli Stati Uniti liquiderebbero le riserve ufficiali di dollari, tranne quelle per *working balances*. Le sue riserve non aumenterebbero affatto perché il più alto prezzo dell'oro coprirebbe esattamente il debito. Se, inoltre, prevalesse un atteggiamento, da parte dei privati detentori di dollari, di questo tipo: « Abbiamo commesso un errore nell'investimento; è tempo di tagliare le nostre perdite » e vendessero i loro depositi privati di dollari alle loro banche centrali, si avrebbe una riduzione delle riserve degli Stati Uniti ad un livello inferiore a quello attuale. Per il Regno Unito, il risultato sarebbe certamente ancor più sfavorevole, perché, mentre l'oro del Regno Unito avrebbe un valore di due miliardi di dollari superiore a quello attuale, questo guadagno sarebbe di gran lunga superato dal debito in cui incorrerebbe nell'impresa di liquidare il deficit della bilancia dei pagamenti.

Ci sia consentito di considerare, per contro, quello che avverrebbe nei paesi del Continente Europeo occidentale che attualmente detengono 19 miliardi di dollari nelle loro riserve in oro. Questi paesi avrebbero un incremento di 19 miliardi di dollari nel valore delle loro scorte auree; essi, naturalmente, si procurerebbero oro per un ammontare notevole, diciamo sei o sette miliardi di dollari, delle loro scorte di dollari. Secondo la mia opinione, un tale incremento di riserve nell'Europa Occidentale ci darebbe proprio uno squilibrio nella distribuzione delle riserve, altrettanto nocivo di quello che abbiamo avuto prima che gli Stati Uniti, così generosamente, provvedessero alla ricostituzione delle riserve dei paesi europei occidentali, continuando ad inviare miliardi di dollari attraverso gli aiuti Marshall, dopo che l'Europa Occidentale aveva raggiunto un avanzo nella bilancia dei pagamenti, includendo naturalmente gli aiuti. Non credo che questa proposta di una nuova ridistribuzione delle riserve possa mai essere portata a termine senza una massiccia inflazione in Europa. Questo è l'unico modo affinché gli Stati Uniti ed il Regno Unito possano ricuperare parte dell'enorme incremento nelle riserve dei paesi europei occidentali.

E come problema pratico, non ho molta fiducia nella sterilizzazione dei profitti che derivano da operazioni sull'oro. Ho vissuto un'effettiva sterilizzazione dei profitti di questo genere; il nostro profitto nel 1943 fu messo in un conto inattivo che non fu toccato fino all'accordo Bretton Woods e la nostra quota per il Fondo Monetario Internazionale proveniva da quel conto. Questo tipo di sterilizzazione noi possiamo realizzarlo certamente sulla carta, ma quando i paesi hanno così abbondanti

riserve, avverrà proprio quello che il dr. Rueff teme; ci sarà una piccola contrazione nei deficit correnti della bilancia dei pagamenti, perché sarà facile finanziarli attingendo i mezzi al grande incremento di riserve guadagnato dalla rivalutazione dell'oro.

Ed ora passo ad un altro problema: quale sarebbe l'incremento di prezzi adeguato ad aumentare nel futuro le riserve? Bene, abbiamo la testimonianza del dr. Busschau. Sull'incremento delle riserve abbiamo sempre molte incognite. La cosa più conosciuta, e perfino a questo riguardo il dr. Busschau fu molto cauto, è la nuova produzione che può essere stimata con ragionevole sicurezza. Altri problemi sono molto meno chiari. In tal modo, noi non conosciamo quale sarebbe un flusso futuro di oro dall'Unione Sovietica, se fosse zero oppure un miliardo di dollari l'anno. Non sappiamo se al nuovo prezzo il risparmio privato o la tesaurizzazione dell'oro avverrebbero sulla stessa scala o su una scala inferiore. E non sappiamo che cosa accadrebbe nei consumi industriali. La mia personale conclusione è che una variazione del 100% nel prezzo dell'oro comporterebbe massicce perturbazioni dell'esistente sistema monetario e genererebbe enormi incertezze che ci procurerebbero grandi difficoltà.

Non voglio dire che non ci possa essere una variazione nel prezzo dell'oro. Ma questa volta non penso che possiamo trattare il problema sedendoci di fronte ai quadri della Tate Gallery di Lord Robbins o di fronte a quelli del Louvre. Penso che se il prezzo dell'oro sarà cambiato, esso ci piomberà addosso sotto forma di incapacità degli Stati Uniti di trattare massicce conversioni di dollari. Ciò che succederà allora è che gli Stati Uniti, avendo pagato larghe quantità di oro, diranno che non è più possibile effettuare trasferimenti di oro, in qualsiasi direzione. Credo onestamente che se avessimo una variazione del 100% nel prezzo dell'oro, gli Stati Uniti, dopo di ciò, non sarebbero né compratori né venditori dell'oro. Le cose si svolgeranno secondo il modello di Meade, e gli altri paesi potranno quindi fare affari tra di loro con l'oro, se lo desiderano, ma se essi vorranno trattare con gli Stati Uniti dovranno comprare dollari con le loro proprie monete nel mercato delle valute, a quei rapporti di cambio che predominano. Questo può non essere il sistema peggiore nel mondo; io però non penso che sia il migliore.

Il vantaggio del mio sistema di incrementare le riserve è che possiamo incrementare l'ammontare dell'Unità di Riserve ad un tasso costante; a quel tasso ideale che il prof. Rueff sta cercando, ma che non troverà mai nell'oro. Non può essere fatto con l'oro perché ci sono troppe forze contrastanti che influenzano l'offerta di oro. Ed è assolutamente essenziale, se dobbiamo arrivare al Piano di Exter² con il quale

² Si veda l'esposizione di John Exter, cap. X, pp. 121-123.

nelle riserve delle Banche Centrali non dovrebbero esserci le monete nazionali, avere un aumento regolare, e secondo tassi stabiliti, delle riserve. Penso che si possa essere sicuri che l'aumento delle riserve avverrà a tale tasso che non sarà mai eccessivo. Non voglio riserve eccessive; ma se dovessi sbagliare, preferirei sbagliare secondo il criterio: « poco, ma non troppo poco ». Ma io voglio che le riserve aumentino ad un tasso costante. Triffin vorrebbe variare l'incremento di anno in anno, in dipendenza del fatto che le banche centrali abbiano creato un credito insufficiente all'interno dei propri paesi. Per me, il concetto che si possano predisporre riserve per le necessità del mondo sulla base delle politiche monetarie nazionali è illogico, anche se può sembrare essere ideale. Alcuni paesi seguono l'abitudine di creare troppa moneta e troppo credito: altri paesi possono seguire l'abitudine opposta di crearne troppo poco.

Alcuni paesi ne possono creare abbastanza oggi, troppo poco domani e troppo il giorno successivo. La nozione che tutti hanno, che si possano controbilanciare gli effetti netti di ciò, mi sembra un'illusione. Perché, per esempio, sarebbe ideale la situazione in cui un paese, che non ha operato una forte espansione del credito, riscontrasse poi che le riserve mondiali stanno aumentando ad un tasso inferiore rispetto ad un tasso adeguato, per il fatto che altri paesi stanno spingendo troppo rapidamente l'espansione del loro credito interno?

Questa è la prima grande differenza tra Triffin e me sui problemi che ora trattiamo. È vero che Triffin, nel funzionamento della Triffin Bank, si allontana dall'estensione del credito che io ho sempre chiamato « Triffin I » (può essere, ingiustamente), ed è anche vero che se egli mettesse più in risalto le operazioni di mercato aperto, che ho chiamato « Triffin II », effettivamente sosterebbe il sistema dell'Unità di Riserva, salvo che per il fatto che con il sistema dell'Unità di Riserva conosciamo con cinque anni di anticipo di quale volume sarà la creazione delle Unità di Riserva, diciamo uno o due miliardi di dollari l'anno; e ne conosciamo la distribuzione fra paesi. Il prof. Triffin vuol lasciare indeterminato l'ammontare creato ogni anno, ogni mese, e, può essere, perfino ogni fine settimana, quando i banchieri centrali si incontrano nelle gallerie di pittura. Il mio personale punto di vista è che questa politica fa troppo affidamento sulla politica d'intervento, più di quanto sia ragionevole. Penso che sarebbe bene conoscere in anticipo quante Unità di Riserva debbano essere create. Non voglio consegnare a un gruppo di brillanti tecnici, molto meno ai banchieri, il compito di decidere di settimana in settimana quante debbano essere le Unità di Riserva da creare. Io voglio un incremento moderato e regolare, equivalente a ciò che avremmo avuto se la produzione di oro fosse adeguata alle necessità monetarie del mondo.

Voglio anche che l'incremento delle riserve sia distribuito in modo

sicuro tra i paesi. Non penso che sarà così importante se l'India, per esempio, otterrà più Unità di Riserva in base alla formula della quota del Fondo, di quanto ne otterrebbe in base a qualche altra formula. Se gli indiani le vendono, esse cadranno nelle mani di altri paesi e l'India avrà ricevuto un beneficio minore. Avrà pagato un prezzo cedendo riserve di cui ha bisogno, ma avrà ottenuto in cambio merci di importazione. Per il mondo, nel suo complesso, sono soddisfatto che in tal modo possiamo ottenere una crescita vera e propria delle riserve. Nella proposta che ho fatto, noi non ritireremo le riserve in dollari e lire sterline che ora esistono; noi aumenteremo le nuove riserve ad un tasso moderato, ma regolare.

Considero tutto questo come parte di una filosofia pratica riguardo a questi problemi. Non voglio cambiare il sistema monetario del mondo, ma adattarlo. Prima di tutto voglio tenere l'oro come riserva. Perché sbarazzarci di questi 41 miliardi di disponibilità di riserve nelle quali il mondo ha una così enorme fiducia? E non voglio sbarazzarmi delle riserve in dollari e lire sterline, ma non voglio nemmeno accrescerle. In un certo senso io voglio considerarle come un tipo di flusso fisso fiduciario nel sistema di pagamenti nel mondo. Triffin vuole sbarazzarsi di loro. Penso che se noi ci sbarazziamo di loro, alla Triffin e Rueff, essi entreranno dalla porta di servizio, come Magnifico ha così ben spiegato, attraverso più larghe disponibilità in dollari e lire sterline da parte delle banche commerciali. Ma condivido il disegno di non consentire ulteriori aumenti di riserve in dollari (come sapete dal 1950 la sterlina non ha subito incrementi nelle riserve ufficiali). Dobbiamo arrestare l'aumento di dollari; è l'unico modo per poter mantenere il dollaro equivalente all'oro.

In termini molto semplici vorrei che l'Unità di Riserva rappresenti semplicemente quell'incremento marginale che è necessario al fine di conseguire un equilibrato incremento nelle riserve totali ad un tasso annuale, diciamo, di circa il 3%. Voglio che anche l'Unità di Riserva rappresenti una disponibilità di riserva finale. Chiamatela inconvertibile, se desiderate, sebbene mi piacerebbe di farla avanzare di pari passo con l'oro, in modo che essa prenda qualche cosa del suo scintillio. Lord Robbins ha domandato se una crescita totalmente regolare delle Unità di Riserva sarebbe appropriata nel caso di una crescita molto irregolare della produzione di oro nel futuro. La maggior parte del Gruppo dei Dieci hanno accettato il mio consiglio di accordarsi per periodi di 5 anni, ad un tasso appropriato di flusso delle Unità di Riserve. In qualsiasi anno nel quale l'aumento di riserve totali è sembrato deficiente nell'anno precedente, le autorità potrebbero compensare la deficienza con un voto speciale. Esse non dovrebbero rinegoziare ogni anno l'ammontare da aggiungere per quell'anno; essi negozierebbero sull'opportunità di rendere l'incremento un po' più grande, un po' più piccolo.

Se non potessero accordarsi, continueremmo con la nostra regolare crescita. Aggiungerei qui che sebbene l'oro sia un elemento importante nel nostro sistema di riserve, esso non è il più variabile. Il più variabile è stato l'accrescimento delle riserve in dollari. Nondimeno l'incremento dello *stock* monetario aureo nel mondo (includendo le quote del FMI) è variato da 0 a 800 milioni di dollari annuali nei passati 16 anni e dobbiamo tener conto di quella grandezza di variazione. Se si dovesse considerare che al prezzo di 35 dollari l'oncia noi non possiamo far entrare nuovo oro nello *stock* monetario mondiale, l'accordo per i successivi cinque anni terrebbe conto di ciò e sarebbe creato un maggiore ammontare di Unità di Riserve.

Vi ho esposto alcune delle differenze tra Triffin e me, differenze su cose estremamente piccole. La maggiore differenza è stata eliminata da parte mia. Sulla differenza maggiore ho perduto e Triffin ha realmente vinto. Anche se il Gruppo dei Dieci sta discutendo il piano Bernstein e non il piano di Triffin, ciò che essi hanno effettivamente fatto è di adottare almeno in una parte essenziale, il piano Triffin. Cioè l'operazione è affidata, non a un gruppo di Dieci, dove potete avere responsabilità enormi, ma a un Gruppo di 105. Il Gruppo dei Dieci sono i paesi chiave che il prof. John Williams di Harvard riunì, quale secondo sostituto rispetto al FMI. Egli cominciò, vi ricorderete, consultando le due monete chiave, il dollaro e la sterlina. Ora che siamo d'accordo su una partecipazione universale, ciò che noi abbiamo realizzato realmente è una banca centrale alla Triffin, ma con la limitazione di poteri di Bernstein.

Non vedo alcuna necessità di mettere in rilievo le differenze minori, così giungo alla mia esposizione finale. Non sto cercando di riformare il mondo, di fare un sistema monetario ideale internazionale che durerà per 500 o 1000 anni; non sono affatto interessato a ciò. Ciò che mi interessa è di considerare il problema col quale dobbiamo misurarci oggi, quando non ci troviamo ad uno stadio di crisi, ma potremmo giungervi. Ciò che mi interessa è di trovare una soluzione del problema sufficientemente accettabile, così che i paesi possano muoversi verso la sua adozione in un tempo ragionevolmente breve. Questo è sempre stato il mio pensiero su questi problemi. Questa è la ragione per cui, nel 1958, proposi l'Accordo Generale di Prestito per il FMI. Questi accordi furono molto utili; in loro assenza il Fondo non avrebbe potuto finanziare l'ultimo prestito inglese. Ciò che sto cercando di fare ora con la proposta dell'Unità di Riserva è di essere sicuro che le soluzioni ai problemi di oggi saranno sufficienti per un periodo di 15, 20 o 25 anni.

Credo che ciò che Triffin vuole ottenere attraverso le variazioni nel tasso di crescita delle riserve potrebbe essere ottenuto molto meglio quando un paese si presenta al Fondo per ottenere credito di riserva, perché ciò che i paesi otterranno, secondo il mio schema, nelle distri-

buzioni annuali è molto poco. Tutti i paesi sottosviluppati insieme otterrebbero 300 milioni di dollari o 400 l'anno. Gli Stati Uniti otterrebbero 300 milioni di dollari l'anno o meno. Io non vedo come una tale distribuzione annuale delle Unità di Riserva possa indurre un qualsiasi paese a persistere con una politica di bilancia dei pagamenti avventata. Se un paese ha una politica avventata, dovrà venire al Fondo per ottenere prestito, e ciò è quello che può e deve essere disciplinato. -

Non ho alcun dubbio che la mia proposta dovrà essere modificata, probabilmente di molto, nel processo di negoziazione. Non ho alcun dubbio che i negoziati saranno difficili. Ma penso che si arriverà ad una soluzione. Penso che la soluzione sarà trovata sulla base della mia proposta, precisamente perché il mio piano ha uno scopo limitato ed un obiettivo limitato. Un giorno, quando Triffin sarà un po' più vecchio ed io sarò uscito dalla scena, mi farebbe piacere sapere — dovunque mi trovi, in Paradiso o all'Inferno — che abbiamo compiuto un altro passo in avanti dal piano Bernstein al piano Triffin. Ma non è ancora giunto il momento. Dobbiamo ancora compiere qualche passo, prima di poter prendere in considerazione una banca centrale mondiale.

Robert Triffin

Penso che tutti noi, Rueff, Bernstein, Emminger ed io stesso, concordiamo su un punto esposto brillantemente da Lord Robbins: che il *gold-exchange standard* ha raggiunto il suo limite quantitativo. Se c'è sfumatura di opinioni su questo punto, essa è teorica più che pratica. Qui io mi sento probabilmente più vicino al mio amico Jacques Rueff che al dr. Emminger o al dr. Bernstein, i quali hanno commentato che il *gold-exchange standard* ha funzionato relativamente bene. Sono d'accordo che esso ha funzionato piuttosto bene nel periodo post-bellico fino, diciamo, al 1960 o perfino fino ad ora, sebbene, come Milton Gilbert ha indicato, negli ultimi 5 anni non è stato il vecchio sistema del *gold-exchange standard* che ha funzionato, ma qualcosa completamente differente.

Il vecchio *gold-exchange standard* era basato sull'idea che le banche centrali fossero assolutamente libere di accumulare sterline o dollari, o convertirle in oro in qualsiasi momento avessero desiderato. Questo non è più vero; come sir Roy Harrod ha messo in rilievo molti anni fa, il dollaro e la sterlina sono diventati inconvertibili in seguito ad un *gentlemen's agreement*. E il *gold-exchange standard*, come noi lo conoscevamo, è stato soppresso dal nostro buon amico Bob Roosa, quando si è messo ad andare in giro, con il cappello in mano, per chiedere a tutti, nell'interesse della cooperazione internazionale, di astenersi dall'esercitare i diritti della conversione in oro in base ai quali era stato costruito il *gold-exchange standard*, in modo da evitare il collasso del

sistema. A questo punto il *gold-exchange standard*, finanziario o monetario, fu trasformato in un *gold-exchange standard* politico. Questo fu inevitabile; non sono contro il sistema, ma espongo il fatto come prova evidente che esso non poteva funzionare bene piú a lungo.

Vorrei ancora ricordarvi che il *gold-exchange standard* non funzionò molto bene nel 1931 e che le conseguenze di questo non ottimo funzionamento furono completamente decisive e serie per il mondo. E vorrei aggiungere che la storia potrebbe ripetersi, se permettessimo alla crisi di svilupparsi, come alcuni di noi temono. Io penso che perfino il dr. Bernstein e il dr. Emminger sarebbero d'accordo con la mia opinione che noi siamo in una situazione molto precaria.

Perfino quando funziona bene, il *gold-exchange standard* introduce due fonti fondamentali di perturbazione nel funzionamento a lungo termine del meccanismo monetario internazionale. In primo luogo esso fa sí che l'aumento annuale di riserve si sviluppi in modo estremamente casuale, laddove tanto il dr. Bernstein quanto io vorremmo che procedesse in maniera uniforme d'anno in anno. Durante la crisi di Suez, gli Stati Uniti avevano ampi deficit e le riserve mondiali aumentavano ad un passo che molti consideravano eccessivo e pericoloso. Più recentemente, l'aumento delle riserve si è del tutto fermato a causa dell'incremento delle conversioni di dollari in oro.

In secondo luogo, e la cosa è perfino piú importante, il *gold-exchange standard* distrugge o trasforma nel modo piú svantaggioso una delle caratteristiche fondamentali del vecchio meccanismo di adattamento dei conti internazionali. Ho paura che il dr. Emminger fu ingiusto nei riguardi di Rueff, allorché disse che non esiste differenza se un paese in deficit perde oro o valute estere, poiché in ambedue i casi esso perde riserve e deve prendere misure riparatrici. Mentre questo è vero per la maggior parte dei paesi appartenenti al sistema del *gold-exchange standard*, non lo è per i paesi che emettono le monete chiave della riserva, *intanto che il sistema funzioni*. Quando il sistema funzionava, il Regno Unito e gli Stati Uniti furono in grado di amministrare larghi deficit senza perdere molto oro o cambi esteri; essi mutavano semplicemente le posizioni contabili nel loro IOU. Naturalmente questa circostanza cambia interamente il quadro.

Su questo punto, sono completamente d'accordo con Rueff. Ma non sono d'accordo con lui quando afferma che questa è una posizione molto confortante per il paese in deficit. Quando egli ci dice che ordinerebbe molti piú vestiti al suo sarto se il sarto fosse disposto a estendere il credito a termini indefiniti, penso che egli sottovaluti il suo personale interesse per il futuro. Se questo famoso sarto dovesse dire: « Io non ti chiedo di pagare il tuo vestito ora; io non ti dirò quando ti chiederò di pagare, ma mi riservo il diritto, può essere oggi stesso, domani, dopodomani, di domandarti il pagamento di tutti i vestiti che tu hai

ordinato negli anni passati », penso che Rueff se ne preoccuperebbe. E vi assicuro che gli Stati Uniti sono stati preoccupati che massicce domande di conversione dei dollari IOU che essi hanno introdotto nel sistema monetario mondiale nei passati 15 anni, potessero metterli in una posizione veramente molto difficile.

Io trovo anche difficile essere d'accordo con la pretesa di Rueff, secondo cui un paese in deficit che non beneficia di questo particolare favore, ripristinerebbe sempre l'equilibrio della sua bilancia di pagamenti, immediatamente o in un periodo molto breve. Dopo tutto soltanto due paesi sono stati favoriti dal sarto, gli Stati Uniti e il Regno Unito, e posso pensare a quanti altri paesi negli ultimi anni hanno avuto seri problemi di pagamenti che sono durati molti mesi. Eliminare il dollaro dal sistema monetario internazionale non significa sanare le situazioni inflazionistiche interne che si scatenano all'improvviso; tali problemi rimarrebbero quali essi sono. Ma io avevo l'intenzione di porre in rilievo il mio accordo con Rueff. Sul punto fondamentale noi siamo d'accordo: il *gold-exchange standard* ha toccato il fondo, e non si può continuare nella forma presente per lungo tempo. Questo è ciò che Rueff ed io stiamo dicendo da lungo tempo.

Naturalmente, non siamo d'accordo su ciò che si dovrebbe fare. Rueff vorrebbe sostituire la componente di divise estere delle riserve incrementando il prezzo dell'oro. A questo proposito sono state fatte molte obiezioni. Mi piacerebbe ripetere alcune di esse e forse precisarle meglio. Prima di tutto, mi sembra che tutti siamo d'accordo sulla osservazione di Gardner Patterson, che ciò costituisce un'impresa molto rischiosa. Noi dobbiamo decidere immediatamente quale è quel prezzo miracoloso che assicurerà un incremento ragionevole delle riserve per i prossimi 40 o 50 anni se non vorremo ripetere questa esperienza, di tanto in tanto. Non conosco nessuno che possa dirci quale dovrebbe essere questo prezzo. Ho sentito molti parlare di un incremento di prezzi del 50%; molti altri pensano che l'incremento dovrebbe essere del 100%, o si dovrebbe raddoppiare il livello presente. Il nostro amico Sir Roy Harrod ci ha suggerito che i prezzi dovrebbero essere triplicati invece che raddoppiati e Mr. Schweizer ha fatto in questa sede una osservazione con la quale, implicitamente, si sosteneva che per ripristinare un appropriato rapporto con la superstruttura creditizia, il prezzo dell'oro potrebbe essere moltiplicato per 20. Sono sicuro che egli non intendeva dire ciò, ma c'è una grande varietà di opinioni e francamente, con tutta la mia buona volontà di scrutare anche un futuro distante, non sono completamente disposto a predire quale prezzo dell'oro assicurerebbe un'età aurea per i prossimi 50 anni.

Per quanto riguarda la quantificazione immediata degli effetti derivanti dal raddoppio del prezzo dell'oro, mi piacerebbe ripetere ciò che ha detto il dr. Bernstein: noi diamo alle banche centrali 41 miliar-

di di dollari come riserve addizionali. Se, ed è un « se » straordinariamente importante, abbiamo successo nel negoziare i rimborsi dei deficit in dollari e lire sterline come suggerito da Rueff, otteniamo 23 miliardi di dollari di quei 41 miliardi. Questo lascia ancora 18 miliardi di dollari, ai quali dovremmo aggiungere 6 miliardi di dollari all'incirca, stimati per la detesaurizzazione privata. Ciò sarebbe 24 miliardi di dollari. Non mi piacerebbe iniziare questo bel processo di pareggio dei conti riversando altri 24 miliardi di dollari nel sistema, specialmente dal momento che la maggior parte di noi sono d'accordo che il presente livello delle riserve, includendo, naturalmente, le riserve speciali recentemente create da negoziazioni bilaterali o multilaterali, è piú che abbondante in relazione alle attuali necessità.

Inoltre, con qualsiasi prezzo, l'elemento di casualità rimarrebbe assolutamente inalterato. Non avremmo fatto nulla per assicurare un incremento regolare ed appropriato delle riserve mondiali. La soluzione ci conduce ad un vicolo cieco. Certamente si supererebbe qualsiasi pericolo di carenza di riserve per il prossimo futuro e si risolverebbe il problema della mancanza di fiducia nel dollaro e nella sterlina. Ma pensare che sarebbe assicurato un appropriato incremento delle riserve auree nel futuro, ed in particolare, che sarebbe assicurato da variazioni nel livello dei prezzi delle merci, è semplicemente contrario all'evidenza storica.

Giungo cosí alla mia osservazione finale, sempre riguardo all'aumento del prezzo dell'oro. È vero, naturalmente, che con molti nuovi accordi internazionali, potremmo sterilizzare l'effetto del troppo oro. Le banche potrebbero sterilizzarlo, riducendo la componente di credito nel sistema. Ma vi prego di considerare i fattori politici e sociali connessi. Noi tutti riconosciamo che è terribilmente difficile combattere una tendenza inflazionistica del credito. È veramente necessario aggiungere pressioni inflazionistiche, scavando miniere piú profonde nel Sud Africa, e poi controllare il credito allo scopo di controbilanciare tutto ciò? Io non lo credo. Sicuramente, se è possibile arrivare ad una serie di accordi complicati per il rimborso di debiti americani e inglesi, relativi a prestiti a lungo termine alla Gran Bretagna, e cosí via, non sarebbe necessario rivalutare l'oro. Se possiamo raggiungere questa cooperazione, possiamo ottenere un sistema fiduciario alla Bernstein o Triffin, capace di funzionare senza creare tutti questi problemi.

Ora vorrei commentare le differenze con il mio buon amico, maestro, e una volta mio principale, Edward Bernstein. Penso che queste differenze siano ancor piú piccole di quelle che egli ha supposto. Anch'io ho proposto fin dall'inizio che ci dovrebbe essere un criterio-guida, prestabilito, per l'incremento regolare di riserve, con la possibilità, naturalmente, di correggere questo criterio se apparisse troppo ambizioso, o insufficiente. La mia idea è stata di fissare una soglia, fissata al li-

mite massimo del 3 al 5%, all'espansione netta dei mezzi di riserva del sistema per ogni periodo di dodici mesi. Questo limite massimo non sarebbe necessariamente raggiunto in un dato periodo, particolarmente in periodi di pressioni inflazionistiche, ma potrebbe essere oltrepassato da maggioranze qualificate, di 2/3 o 3/4 del quorum complessivo dei votanti.

Questo limite massimo, e la possibilità di modificarlo, sembra molto simile a quello che il dr. Bernstein ha suggerito, e non penso che differisca del tutto dalla formulazione data dal dr. Emminger nell'ultima relazione del Gruppo dei Dieci. Entro questi ampi limiti, il singolo prestito e le operazioni di investimento assorbirebbero, mutualmente, gli effetti delle politiche monetarie accettabili dai paesi membri, che dovrebbero essere prese per fronteggiare temporanee pressioni della bilancia dei pagamenti, provvedendo in tal modo un efficace stimolo all'armonizzazione delle politiche di lungo periodo dei paesi membri e alla eliminazione di ricorsi non necessari alle restrizioni e al controllo degli scambi internazionali.

In realtà, penso che l'unica importante mia divergenza con il dr. Bernstein su questa questione è il vincolo di bilancio. Io vorrei cercare di aiutare il processo di adeguamento delle bilance stabilendo che il potere addizionale di acquisto che deriva da un incremento delle riserve fiduciarie sia distribuito per appoggiare le politiche di adattamento dei vari paesi membri. Se ciò non è fattibile, perché si preferisce seguire il caso e decidere ciecamente in anticipo che tutto ciò che è distribuito lo sarà secondo una formula arbitraria, sono sicuro che a lungo andare le nostre due proposte si muoveranno l'una verso l'altra. Così, se i negoziatori troveranno più facile accordarsi su una formula semplice per iniziare la partita, non avrei molto da obiettare: sono, tuttavia, sicuro che la formula non resterebbe semplice a lungo.

Il prof. Meade ha suggerito che l'adattamento sarebbe sempre un problema difficile ed io sono d'accordo con lui. Egli pensa che noi dovremo far ricorso in una certa misura ad un rapporto di cambio flessibile, per risolvere il problema. Anche su questo punto sono d'accordo, nel senso che, a mio parere, per lungo tempo a venire noi dovremo cambiare i rapporti di cambio, di tempo in tempo. Io non sono, tuttavia, d'accordo con l'idea di un tasso fluttuante e vorrei spiegarne il motivo. Tale sistema introdurrebbe una nuova « marcia a senso unico » che altrimenti non esisterebbe.

Consentitemi di citare un esempio. Mi piace illustrarlo con gli olandesi, che sono un popolo così saggio. Ma supponete che domani essi dovessero decidere di distribuire due miliardi di fiorini ai veterani dell'ultima guerra, oppure di impegnarsi in una espansione del credito a largo raggio. Significa ciò che i prezzi olandesi ed i costi aumenterebbero rapidamente ed improvvisamente? No, se il tasso di cambio

è stabile. L'accresciuto potere di acquisto favorirebbe importazioni dalla Germania, dal Belgio e dalla Francia e ciò ridurrebbe al minimo la perturbazione alla struttura dei prezzi interni. D'altra parte, se il tasso di cambio è libero di oscillare, alla Friedmann, che cosa accadrebbe? In quel caso, ogni errore monetario nazionale, invece di alterare la bilancia dei pagamenti, sarebbe per così dire congelato e c'è una grandissima differenza tra congelamento di errori ed errori di deflazione. Se vi fosse una eccessiva espansione monetaria, ci sarebbe immediatamente un aumento del prezzo delle valute estere, dei prezzi dell'importazione, nel costo della vita e, alle condizioni attuali, nel tasso dei salari. E una volta saliti i salari, essi non scenderebbero. Se, poi, ci fosse un errore di deflazione, esso non ridurrebbe il tasso dei salari: semmai l'occupazione, e in tal modo si avrebbe quella che abbiamo definito prima la « marcia a senso unico ». In altre parole, ogni errore di espansione sarebbe seguito da un permanente aumento dei tassi dei salari e quindi da un incremento permanente del livello dei prezzi interni, mentre un errore di deflazione non sarebbe seguito da una caduta dei salari e dei prezzi.

D'altro canto, il Prof. Meade non vuole un rapporto completamente fluttuante; egli desidererebbe un rapporto di cambio controllato. Ma controllato da chi? Chi, per esempio, controllerebbe il rapporto di cambio del dollaro e della sterlina: la Banca d'Inghilterra o il sistema del Federal Reserve? E naturalmente questo non è un problema limitato di due paesi; vi sono un centinaio o più di paesi che entrano nella determinazione della struttura del rapporto di cambio. Penso che il professor Meade afferri perfettamente la logica inerente al suo sistema quando suggerisce un conto di perequazione internazionale per mezzo del quale le decisioni sul rapporto di cambio sarebbero prese dal FMI. Non lo accuserò di essere sognatore, poichè questa accusa mi è stata spesso rivolta, ma penso che egli darebbe al Fondo un compito molto difficile.

Sono perfettamente d'accordo con il dr. Bernstein, che la riforma dovrà essere graduale e che l'evoluzione inevitabilmente dipenderà in larga misura dal processo di negoziazione. Se trovate una porta serrata, cercate la porta successiva. Vi ho suggerito un accordo molto semplice per fare le cose con gradualità, e tale accordo potrebbe, penso, essere negoziato più facilmente dell'altro che abbiamo in mente sulla futura « programmazione di contingenza ». Inoltre, così si risolverebbe il problema immediato più urgente. Il problema più urgente non è ciò che accadrà al mondo quando il *pool* delle riserve non sarà più alimentato dai deficit americani. Questo problema non richiede la nostra immediata attenzione. Il problema principale che ci sta dinanzi è la possibilità di una massiccia conversione di valuta estera in oro. Questo problema potrebbe essere preso in considerazione col sistema che ho

proposto, cioè con un conto per la conversione in oro, che creerebbe una nuova disponibilità di riserva, non allo scopo di espandere le riserve mondiali, ma semplicemente per consolidare quelle esistenti. Infine, ad un secondo stadio, questa soluzione solleverebbe minori problemi di natura politica quando si vogliono aumentare le riserve mondiali.

Se il dr. Bernstein si è mosso in direzione del Piano Triffin, io, in un certo senso e come primo passo, sono ritornato in direzione del piano Bernstein iniziale. Il mio punto di vista è che dovremmo internazionalizzare soltanto le monete che sono domandate, in altre parole, comprare con le disponibilità internazionali soltanto le monete che sono necessarie al Fondo per prestarle ai suoi membri, per utilizzarle nelle liquidazioni internazionali. Cioè, dovremmo internazionalizzare il dollaro, la sterlina e le monete dell'Europa Continentale; non dovremmo internazionalizzare i *cruzeiros*, *Kips*, *baths*, o *Kyats*. Penso che sia assurdo trattare il problema nell'ultimo modo. Ma sono d'accordo sul fatto che potrebbe essere però l'unico modo con il quale potremo iniziare a trattare.

Infine, sono stato accusato di voler andare sulla luna. Sarei molto felice di fare il viaggio in tale buona compagnia quale quella del dr. Bernstein, o quella del dr. Emminger, il quale fino ad ora ha avuto i suoi piedi fermamente piantati sul solido suolo della Bundesbank, che nessuno poteva scambiare per il terreno incerto della luna. Il punto che vorrei sottolineare è il seguente: riconosco completamente che, raggiungiamo o no la luna, dobbiamo muoverci gradualmente. Ma qualsiasi immediata decisione si prenda, è estremamente importante, nel decidere le varie alternative, scegliere le direttive che non ci portino in vicoli ciechi, ma che siano feconde, cioè che abbiano con sé la potenzialità di un'evoluzione vitale verso un futuro più promettente.

Indice

pag.	5	Prefazione all'edizione italiana, di Mario Del Visco
	17	Premessa, di C. Grove Haines
	19	I. Introduzione, di Randall Hinshaw
	25	II. Procedure e alternative, di Lord Robbins
	43	III. La liquidità internazionale: la situazione attuale, di Milton Gilbert
	53	IV. Il punto di vista di Rueff, di Jacques Rueff
	63	V. Il punto di vista di Triffin, di Robert Triffin
	69	VI. Il punto di vista di Bernstein, di Edward M. Bernstein
	89	VII. Scambio di vedute, di Edward M. Bernstein, Jacques Rueff, Robert Triffin
	109	VIII. Il « gold-exchange standard » e il prezzo dell'oro, di Otmar Emminger
	119	IX. Il prezzo dell'oro e il livello delle riserve auree mondiali, di William J. Busschau, Donald H. McLaughlin, Michael Spieler
	129	X. L'oro e la riforma: altri punti di vista, di J.E. Meade, John Exter, Giovanni Magnifico, Robert A. Mundell, Gardner Patterson, Maurice Allais, Philip Cortney
	149	XI. Osservazioni conclusive, di Lord Robbins, Jacques Rueff, Edward M. Bernstein, Robert Triffin

Lo spettatore internazionale

Direttore: Altiero Spinelli

Redattore Capo: Massimo Bonanni

La scienza politica e le strutture decisionali nell'era atomica - Il problema della democrazia e delle istituzioni politiche nei paesi industrializzati e in quelli in via di sviluppo - Il declino delle ideologie, i nuovi valori e le nuove esigenze.

L'equilibrio internazionale, le tensioni, i conflitti e le possibili soluzioni - La tecnologia militare, gli armamenti ed il loro controllo - Il problema dei nazionalismi e della sovranazionalità, dei piccoli stati e dell'interdipendenza.

L'economia del benessere, il commercio internazionale e lo sviluppo economico dei paesi emergenti - I problemi della ricerca scientifica, della cooperazione internazionale e del divario tecnologico.

Direzione, Redazione, Amministrazione: 88 Viale Mazzini 00195 Roma
tel.: 315.892 - 354.456

« Lo Spettatore Internazionale » è pubblicato in edizione italiana (bimestrale) ed inglese (trimestrale) a cura dell'Istituto Affari Internazionali (IAI) di Roma. Ambedue le edizioni pubblicano articoli di autori italiani, gli studi ed i documenti dell'IAI e un servizio bibliografico delle riviste. Oltre a ciò l'edizione inglese pubblica una rubrica sulla politica estera italiana mentre l'edizione italiana — in collaborazione con le maggiori riviste estere e di politica internazionale — pubblica anche articoli di autori stranieri.

Abbonamento annuo per l'Italia L. 2.500 - A richiesta si invia un numero saggio.

Quaderni dell'Istituto Affari Internazionali

Sono usciti:

- I. L'America nel Vietnam, il dibattito alla Commissione d'inchiesta del Senato americano, a cura di A. Benzoni**
- II. Introduzione alla strategia, del Generale Beaufre**
- III. La Nato nell'era della distensione, di E. Ceccarini, G. Calchi Novati, A. Benzoni, L. Calogero La Malfa**
- IV. Per l'Europa, Atti del Comitato per gli Stati Uniti d'Europa, a cura di J. Monnet**
- V. Investimenti attraverso l'Atlantico, di Christopher Layton**
- VI. L'Europa e il sud del mondo, di Giuseppe Pennisi**
- VII. Una politica agricola per l'Europa, di Gian Paolo Casadio**
- VIII. La diplomazia della violenza, di Thomas Schelling**
- IX. Il Mediterraneo: economia, politica, strategia, a cura di Stefano Silvestri**
- X. La riforma monetaria e il prezzo dell'oro, a cura di Randall Hinshaw**

I « Quaderni » sono inviati gratuitamente ai soci ordinari e corrispondenti dell'Istituto Affari Internazionali (IAI), i quali possono richiederne altre copie con lo sconto del 30%. Tutte le richieste vanno indirizzate alla Società editrice il Mulino. Su domanda si effettua l'invio contro-assegno.

Chiunque voglia abbonarsi a tutte le pubblicazioni dell'IAI (Lo Spettatore Internazionale, I Quaderni, Documentazioni) può chiedere di diventare socio corrispondente pagando una quota annua di L. 20.000 (ventimila), o di L. 10.000 (diecimila) ove si tratti di studenti o di giovani di età inferiore ai 25 anni.

Finito di stampare nel novembre 1968
dalle Officine Grafiche S.T.A. di Vicenza
per conto della casa editrice «IL MULINO»
Bologna

