

luta internazionale, che si ottiene cedendo valuta nazionale alla propria banca, la quale a sua volta la ottiene richiedendola alla Banca Centrale. Per contro, chi effettua vendite all'estero o comunque entra in possesso di valuta estera offre la valuta detenuta alla propria banca, la quale deve metterla a disposizione della Banca Centrale.

Si può quindi vedere come ogni giorno, principalmente tramite il sistema bancario, e sotto il controllo della Banca Centrale, in conseguenza di tutte le operazioni svolte dai residenti di un paese con il resto del mondo, si formano una domanda ed un'offerta di valuta estera. Viene in tal modo individuato il *mercato valutario o mercato dei cambi*, sul quale, proprio in funzione della domanda e dell'offerta di valuta estera, si determina il prezzo al quale è possibile acquistare o vendere le valute di altri paesi, ovvero il *cambio* o tasso di cambio, correntemente definito come numero di unità monetarie interne che è necessario cedere per disporre di una unità di valuta estera.

In concreto, poichè ogni paese ha una moneta diversa, non esiste un solo tasso di cambio, ma vi saranno tanti tassi quanti sono i possibili rapporti bilaterali tra le monete. Poichè, come si è detto, il cambio di un paese dipende dalla domanda e dall'offerta di valuta estera, che riflettono rispettivamente le uscite e le entrate "sopra la linea" della bilancia dei pagamenti, si potrebbe pensare che i cambi bilaterali tra due paesi riflettono anche la situazione delle corrispondenti bilance dei pagamenti bilaterali. Così, ad esempio, il cambio lira-dollaro rifletterebbe la situazione della bilancia dei pagamenti tra Italia e Stati Uniti, e così via. Tale posizione è ovviamente errata: in riferimento ad un dato paese, la situazione dei suoi conti rispetto ad un altro paese, potrebbe avere un andamento del tutto divergente dall'andamento della sua bilancia dei pagamenti complessiva. Per determinare il cambio di ogni paese occorre quindi fare riferimento al complesso delle sue transazioni economiche, rispetto a *tutti i paesi* del mondo, come se questi costituissero un'entità unica e come se esistesse un singolo ipotetico tasso di cambio. Saranno poi le specifiche situazioni delle bilance dei pagamenti globali di ciascun paese a definire l'intero sistema dei tassi di cambio bilaterali. Ciò spiega l'apparente con-

traddizione tra, ad esempio, un saldo positivo delle transazioni tra l'Italia e gli Stati Uniti, ed un contemporaneo rafforzamento del dollaro rispetto alla lira, se la bilancia dei pagamenti complessiva dell'Italia è passiva e la bilancia americana è attiva (o al limite anche negativa, purchè le proporzioni dell'indebitamento siano minori).

Per semplificare le cose, e senza perdita di generalità, in questa sede possiamo limitarci a supporre che tutti i paesi esteri con i quali si intrattengono relazioni economiche possano essere aggregati in una sola entità, cosicchè si deve determinare un unico tasso di cambio. Come si è già osservato, questo dipende dalla domanda e dall'offerta di valuta estera, quali risultano dalla bilancia dei pagamenti, per cui si può dire che *l'andamento del cambio è determinato da quello della bilancia dei pagamenti* stessa. In particolare, il valore del cambio tenderà a portarsi a quel livello al quale la bilancia dei pagamenti è in equilibrio.

La determinazione del tasso di cambio di equilibrio può essere facilmente compresa con il ricorso ad una rappresentazione grafica, come nella figura II.9. In ascissa, misuriamo la domanda e l'offerta di valuta estera ed in ordinata il tasso di cambio. La domanda di valuta estera è rappresentata dalle importazioni (merci, servizi e trasferimenti unilaterali) e dalle uscite di capitali, dato che chi importa, o trasferisce capitali all'estero, direttamente o indirettamente richiede moneta estera. L'offerta di valuta, per contro, è costituita dalle esportazioni e dalle entrate di capitali, le quali danno luogo tutte ad una cessione di valuta estera sul mercato dei cambi.

In generale, è possibile ritenere che la domanda di valuta è correlata inversamente rispetto al tasso di cambio, mentre l'offerta di valuta dipende positivamente dal cambio stesso (sulle implicazioni di tale ipotesi si tornerà a discutere tra poco). L'inclinazione delle curve di domanda e di offerta di valuta dipende dal legame esistente tra livello del cambio da un lato e importazioni ed esportazioni di merci e servizi dall'altro. Tali relazioni possono essere facilmente comprese con il ricorso ad un esempio concreto. Supponiamo che, in base alla struttura dei costi nei due paesi considerati, il prezzo di un paio di scarpe in Italia sia di L. 50.000, mentre

negli Stati Uniti è di \$ 50. In tal caso, se il tasso di cambio è di L. 1.000 per ogni dollaro, allora anche il prezzo in lire delle scarpe americane è di L. 50.000. Se ignoriamo l'esistenza di preferenze qualitative diverse e dei costi di trasporto, non vi sarà convenienza per nessuna delle due nazioni ad importare o a esportare calzature. Supponiamo però ora che il tasso di cambio lira-dollaro diventi pari a L. 800, ovvero che la lira subisca una *rivalutazione* del proprio valore esterno. In tal caso, il prezzo in lire delle scarpe americane risulterà pari a L. 40.000, contro le L. 50.000 delle scarpe prodotte in Italia. Vi sarà quindi una chiara convenienza, per i residenti italiani, ad importare scarpe dagli Stati Uniti. *A parità di prezzi nazionali in lire e in dollari, si può quindi dire che più si riduce il tasso di cambio, maggiore sarà la quantità di beni e servizi importati e quindi maggiore la domanda di valuta estera sul mercato dei cambi.*

Un discorso analogo può essere fatto, *mutatis mutandis*, per le esportazioni. Riprendiamo l'esempio precedente e supponiamo ora che si attui una *svalutazione* della lira, ovvero che il tasso di cambio lira-dollaro diventi più elevato, ad esempio pari a L. 1.200 per un dollaro. In tal caso, il prezzo in lire delle scarpe americane diventa di L. 60.000, ovvero il rovescio della medaglia — il prezzo in dollari delle scarpe italiane risulta pari a \$ 41,67, contro i \$ 50 che rappresentano il prezzo delle scarpe locali. Vi sarà allora per i residenti degli Stati Uniti una chiara convenienza ad importare scarpe italiane. *A parità di prezzi nazionali in lire e in dollari, si può quindi dire che più il tasso di cambio è elevato, maggiore sarà la quantità di beni e servizi esportati e quindi maggiore l'offerta di valuta estera sul mercato dei cambi.*

Tale conclusione ha però bisogno di una ulteriore precisazione. Si deve infatti osservare che la quantità di valuta estera ottenuta tramite l'esportazione è data dal rapporto tra il *valore*, in lire, delle merci e servizi esportati e il tasso di cambio. Quando si effettua una svalutazione, si verificano due effetti contrastanti. Da un lato, il *volume delle esportazioni* aumenta, ma, dall'altro, *la quantità di valuta estera* che si ottiene per ogni lira di merce esportata, a parità dei prezzi delle merci esportate, diminuisce, dato che il cambio aumenta.

La quantità complessiva di valuta estera ottenuta risente quindi positivamente dell'aumento della quantità di merci esportate e negativamente della riduzione della quantità di valuta ottenuta per ogni lira di merce esportata. Riprendendo il nostro esempio delle scarpe, che costavano in Italia L. 50.000, se il tasso di cambio è di L. 1.000, esportando un paio di scarpe si ottengono \$ 50. Se il cambio sale a L. 1.200, sempre esportando lo stesso paio di scarpe, si ottengono ora soltanto più \$ 41,67. Occorre pertanto esportare più di un paio di scarpe, cioè aumentare la quantità di beni esportati, per avere la stessa valuta estera di prima o una quantità maggiore.

Dato che il valore della valuta ottenuta dipende dalla quantità di beni esportati e dal cambio, occorre in definitiva che la quantità di merci esportate aumenti più che proporzionalmente rispetto alla variazione percentuale del cambio. Ancora riprendendo l'esempio precedente, se prima della svalutazione si esportavano complessivamente negli USA cento paia di scarpe, cosicché le entrate complessive derivanti da tali esportazioni erano di \$ 5.000, dopo la svalutazione, che porta il tasso di cambio a L. 1.200 da L. 1.000, con una variazione del 20%, occorre che la quantità di scarpe esportate aumenti di più del 20%, se si vuole che la valuta estera ottenuta aumenti. Se infatti le scarpe esportate aumentano a 150, si otterranno complessivamente nella nuova situazione \$ 6.250 ($41,67 \times 150$). Se la quantità di scarpe esportate aumenta solo del 10%, invece, dopo la svalutazione si otterranno soltanto più \$ 4.583,7 ($41,67 \times 110$).

In termini tecnici, poiché il rapporto tra incremento percentuale delle quantità esportate ed incremento percentuale del cambio è chiamato *elasticità* delle esportazioni al cambio, perché il valore della valuta ottenuta tramite le esportazioni aumenta dopo una svalutazione, è necessario che tale elasticità sia superiore ad uno. Questa è l'ipotesi da noi adottata nel disegnare la curva di offerta di valuta nel grafico II.9, in cui la quantità di valuta offerta cresce al crescere del cambio. Nel caso in cui tale elasticità fosse inferiore ad uno, la curva di offerta sarebbe inclinata anch'essa negativamente, come la curva di domanda.

In definitiva, sempre facendo riferimento alla figura II.9, le ela-

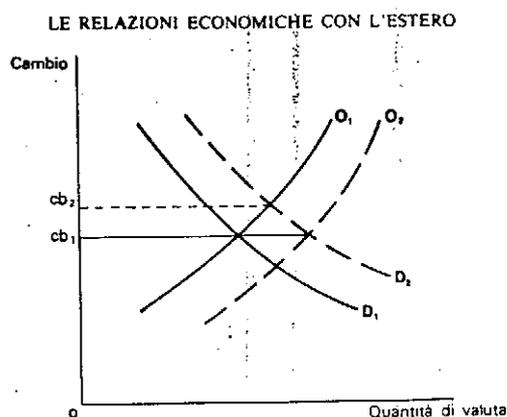


Fig. II.9 La determinazione del cambio di equilibrio. Cambi fissi e flessibili

sticità delle esportazioni ed importazioni rispetto al tasso di cambio determinano le inclinazioni delle curve di domanda e di offerta di valuta estera. La posizione delle due curve nel piano dipenderà invece dagli elementi, diversi dal cambio, che influenzano domanda ed offerta di valuta: fondamentalmente, livello del reddito, prezzi interni ed internazionali, uscite di capitali in relazione alla curva di domanda; livello del commercio mondiale, prezzi relativi ed entrate di capitali in relazione alla curva di offerta. Ovviamente, se tali fattori cambiano nel tempo, le curve di domanda e di offerta si sposteranno con essi: così, se aumenta il reddito o il prezzo delle materie prime necessarie importate o si esportano più capitali all'estero, la curva di domanda si sposta verso destra; analogamente, se aumenta la domanda mondiale o i prezzi esteri, o entrano più capitali, la curva di offerta si sposta verso destra.

Supponiamo, nella figura II.9, di partire da una situazione iniziale in cui la domanda di valuta estera è rappresentata dalla curva D_1 e l'offerta dalla curva O_1 . Il cambio tenderà allora a portarsi al livello cb_1 , al quale da domanda uguaglia l'offerta, ovvero la bilancia dei pagamenti è in equilibrio (economico). Supponiamo poi che, a partire da tale situazione, per uno dei motivi sopra accennati, la domanda di valuta aumenti, passando da D_1 a D_2 . Al vecchio livello del cambio cb_1 , c'è un eccesso di domanda di valuta sull'offerta, che tende a far aumentare il tasso di cambio verso il

livello cb_2 , al quale c'è un nuovo equilibrio tra domanda e offerta. In seguito a tale tendenza, sono possibili *due soluzioni*. Se la Banca Centrale vuole — o deve — mantenere il tasso di cambio al vecchio livello cb_1 , allora essa dovrà far fronte all'eccesso di domanda di valuta a tale tasso immettendo sul mercato le proprie riserve. Essa dovrà cioè aumentare l'offerta di valuta spostando la O_1 spontanea del mercato di un ammontare tale da far sì che l'offerta complessiva di valuta risulti la O_2 . In tal caso, l'equilibrio tra domanda ed offerta di valuta si colloca ancora ad un tasso pari a cb_1 . Se invece la Banca Centrale non interviene a compensare l'aumentata domanda di valuta, con l'immissione di sue riserve sul mercato, allora la moneta nazionale si svaluta e il tasso di cambio si porta al nuovo livello cb_2 .

La strategia adottata dalla Banca Centrale dipenderà dal sistema monetario internazionale esistente. Fino al crollo del *Gold Exchange Standard*, cioè fino al 1971, il sistema monetario internazionale si reggeva su un sistema di *cambi fissi*. Ogni Banca Centrale stabiliva, cioè, per la propria moneta, un certo cambio di riferimento e si impegnava a difenderlo, mobilitando le proprie riserve in caso di necessità. Naturalmente, ciò non significa che le svalutazioni fossero escluse, ma esse venivano adottate come rimedio di ultima istanza, constatata l'impossibilità di provvedere altrimenti al deficit della bilancia dei pagamenti. Così, di fronte ad una situazione quale quella ipotizzata in precedenza, la Banca Centrale reagiva immettendo riserve sul mercato e riducendo il reddito e l'occupazione, in modo da ridurre le importazioni e far ritornare la domanda D_2 al vecchio livello D_1 . Se lo squilibrio della bilancia dei pagamenti era particolarmente grave — *uno squilibrio "fondamentale"* si diceva — era consentito alla Banca Centrale di svalutare la propria moneta. In tal caso, la Banca portava ad esempio a cb_2 il valore del nuovo tasso di cambio, e tale valore diventava il nuovo livello del cambio che la Banca si impegnava a difendere sul mercato in futuro.

A partire dal 1971, il sistema di cambi fissi è stato abbandonato e ad esso è stato sostituito un regime di *cambi flessibili* (almeno parzialmente). In tale situazione, la Banca Centrale non interviene più a difendere un dato cambio, ma lascia che questo si determini

secondo il gioco della domanda e dell'offerta, riservandosi di intervenire o meno sul mercato valutario, per contrastare o assecondare le tendenze spontanee che su questo si manifestano, a seconda dei propri obiettivi riguardo al valore del cambio stesso.

I vantaggi e gli svantaggi dei cambi fissi e flessibili sono stati e sono tuttora oggetto di acceso dibattito tra gli studiosi. I sostenitori dei cambi fissi sottolineano il fatto che essi assicurano certezza sul valore futuro della moneta, che favorirebbe l'espansione degli scambi internazionali. E' pure vero però che i cambi fissi impongono l'onere di tenere riserve adeguate e di sacrificare l'obiettivo interno della piena occupazione al rispetto della stabilità del cambio. Inoltre i cambi fissi favoriscono la *speculazione*, perchè garantiscono gli speculatori contro il rischio di perdite. Infatti se si attende una svalutazione della moneta, tutti gli speculatori compreranno valuta estera. Se poi la svalutazione viene davvero effettuata, essi guadagneranno sulle operazioni compiute; se invece la svalutazione non ha luogo, essi potranno riconvertire la valuta estera in valuta nazionale al vecchio cambio, senza alcuna perdita.

I cambi flessibili hanno pregi e difetti opposti. In particolare, si sostiene che il loro principale pregio sarebbe quello di assicurare automaticamente l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, eliminando così il vincolo che questa pone alle scelte di politica economica. Le autorità potrebbero allora concentrarsi sull'obiettivo della piena occupazione, disinteressandosi della bilancia dei pagamenti, di cui si occupa il cambio stesso.

Questa conclusione di apparente facilità nel controllo dell'economia è tuttavia ben lungi dall'essere verificata. In particolare, abbiamo supposto finora che una svalutazione produca sempre effetti favorevoli sulla bilancia dei pagamenti, nel senso che, in presenza di un deficit, essa sarebbe in grado di eliminarlo automaticamente. Ciò non è però scontato. Se infatti l'elasticità delle esportazioni fosse inferiore ad uno, come abbiamo già fatto notare, al crescere del tasso di cambio la quantità di valuta estera ottenuta con le esportazioni si ridurrebbe. In tal caso, potrebbe addirittura verificarsi una riduzione dell'offerta di valuta, derivante dagli introiti per le esportazioni, più grande della riduzione di domanda di valuta che si realizza, sul fronte delle importazioni, in

seguito ad una svalutazione. Si può dimostrare formalmente che, a parità di altre circostanze, una variazione del tasso di cambio è in grado di riportare all'equilibrio della bilancia dei pagamenti solo se la somma delle elasticità, rispetto al cambio stesso, delle esportazioni e delle importazioni è superiore all'unità. Tale condizione viene normalmente chiamata, dal nome dei primi formulatori, *condizione di Marshall-Lerner*. Se la condizione non è verificata, la svalutazione risulta incapace di eliminare uno squilibrio nella bilancia dei pagamenti, peggiorando, al contrario, la situazione iniziale.

Vi è poi un secondo aspetto relativo all'efficacia della svalutazione nell'eliminare una situazione di deficit iniziale della bilancia dei pagamenti che vale la pena di mettere in evidenza. Se i prezzi delle merci importate sono espressi, come di fatto normalmente sono, in valuta estera, allora un aumento del tasso di cambio fa aumentare il prezzo in moneta nazionale delle materie prime importate. Come abbiamo visto nel capitolo precedente, poichè il costo delle materie prime importate è una componente dei costi di produzione delle imprese, ciò fa aumentare i costi di produzione e quindi i prezzi di vendita delle imprese industriali. I prezzi interni allora salgono, mettendo in moto il solito meccanismo di rincorsa tra prezzi interni e retribuzioni, per cui, in definitiva, i prezzi interni salgono tanto più quanto più sono presenti ed efficienti i meccanismi di indicizzazione delle retribuzioni.

Tale aumento dei prezzi, conseguente ad una svalutazione, può essere tale da annullare completamente, dopo un certo periodo di tempo (dato che l'aumento dei prezzi interni determinato dagli adeguamenti alle variazioni precedenti dei prezzi stessi delle retribuzioni procede con gradualità) i vantaggi iniziali della svalutazione. L'effetto inflazionistico prodotto da una svalutazione è tanto più forte quanto più dipendente dall'estero per l'importazione di materie prime è una data economia e quanto più elevato è il grado di copertura delle retribuzioni interne. Per fare un esempio concreto, l'Italia è molto più dipendente dall'estero per l'importazione di materie prime della Germania e più elevato è nel nostro paese il grado di copertura delle retribuzioni, per cui una svalutazione ha per il nostro paese un forte effetto inflazionistico, maggiore di

quello dei paesi ricchi di risorse naturali e nei quali non sono presenti meccanismi istituzionali di difesa delle retribuzioni, come appunto l'economia tedesca. In seguito agli effetti inflazionistici provocati dalla svalutazione, può accadere che, dopo un certo tempo, come si è detto, i vantaggi della svalutazione siano annullati, il che rende necessaria una ulteriore svalutazione, per ripristinare le condizioni iniziali desiderate. Si può in tal modo instaurare un *circolo vizioso* svalutazione-inflazione-svalutazione, che perpetua, anziché risolvere, il problema della bilancia dei pagamenti. In termini grafici, rispetto alla figura II.9, l'inflazione generata dalla svalutazione fa spostare verso destra la curva di domanda e verso sinistra la curva di offerta di valuta estera, provocando così, a parità di cambio, un aumento del disavanzo della bilancia dei pagamenti ed una tendenza ad un ulteriore incremento del tasso di cambio stesso.

10.3 Rapporti economici con l'estero e livello del reddito

Sulla base delle definizioni e delle relazioni illustrate nel paragrafo precedente siamo ora in grado di affrontare compiutamente il problema degli *effetti*, sul sistema economico, delle relazioni economiche con il resto del mondo. Come abbiamo già sottolineato, tali effetti possono essere definiti in termini delle influenze esercitate sul livello del reddito nazionale, e possono essere di carattere diretto o indiretto. Schematicamente, è possibile affermare che gli effetti diretti possono essere messi in relazione con le partite correnti della bilancia dei pagamenti, mentre gli effetti indiretti sono ricollegabili al saldo globale della bilancia stessa. A loro volta, gli effetti indiretti possono essere automatici, cioè generati da processi di mercato, ovvero riconducibili all'azione delle autorità di politica economica, in relazione all'andamento stesso dei conti con l'estero.

A) **Gli effetti diretti** — Tali effetti possono essere facilmente illustrati e compresi riprendendo lo schema keynesiano di determinazione del reddito. Come è noto, in tale schema il livello della

Problemi e istituzioni della organizzazione economica internazionale

1. La collaborazione internazionale istituzionalizzata, al termine del secondo conflitto mondiale

Sono state indicate, in precedenti capitoli, le ragioni di fondo del processo involutivo verificatosi negli scambi e nei pagamenti internazionali durante il ventennio tra le due guerre mondiali. Ciascun paese, di fronte alle conseguenze generalizzate della grande depressione del 1929, cercò di salvaguardare l'economia interna, mediante misure restrittive (contingentamenti delle importazioni, bilateralismo), o mediante misure aggressive di politica commerciale (valuta *dumping*, premi alle esportazioni). Il risultato ultimo fu quello di un isterilimento complessivo degli scambi; nel contempo, i timori di un prevedibile conflitto armato determinavano uno spostamento precauzionale di mezzi finanziari e di disponibilità valutarie verso gli Stati Uniti d'America. Lo scoppio del secondo conflitto mondiale non fece che aggravare questa già precaria situazione, con la rottura delle relazioni commerciali e finanziarie tra i blocchi belligeranti. È agevolmente comprensibile, quindi, che, prima ancora della cessazione del secondo conflitto mondiale, non appena l'esito si delineò favorevole alle potenze anglosassoni, queste abbiano dato origine a un imponente sforzo tendente alla realizzazione di una cooperazione internazionale istituzionalizzata. Prescindendo dalle organizzazioni di carattere più strettamente politico o culturale (Nazioni Unite, Unesco), la collaborazione sul piano economico avrebbe dovuto riguardare i problemi commerciali, quelli valutari (attinenti, cioè, all'aggiustamento degli

squilibri delle bilance dei pagamenti) e quelli degli investimenti internazionali a lungo termine. Nell'ambito degli scambi commerciali, come si è già illustrato (vedi p. 268), i contrasti tra neo-liberisti e neo-protezionisti impedirono la costituzione della progettata *Organizzazione internazionale per il commercio* (I.T.O.) e determinarono soluzioni inevitabilmente compromissorie. Maggior successo ebbero le istituzioni destinate a fornire crediti valutari a breve termine e finanziamenti internazionali a lungo termine. Queste istituzioni vennero create con gli Accordi di Bretton Woods, negli Stati Uniti, il 22 luglio 1944: accordi che diedero vita al *Fondo monetario internazionale* e alla *Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo*, a volte indicata come Banca mondiale. A delinearne gli statuti contribuirono i maggiori economisti dell'epoca, tra i quali J. M. Keynes e l'americano H. D. White. La loro visione fu lungimirante, anche se influenzata dall'esperienza storica del ventennio tra le due guerre. In realtà, gli sviluppi storici successivi al 1944 hanno creato problemi del tutto nuovi: dall'indipendenza politica raggiunta dai paesi del terzo mondo, alla formazione di aree economicamente integrate (tra le quali la Comunità economica europea), alle alterne vicende della differenziata area dei paesi socialisti. Le istituzioni di Bretton Woods, con il passare del tempo, si sono trovate quindi di fronte a difficoltà imprevedute: in parte dovute allo stesso estendersi della loro sfera d'azione. Dai 39 paesi membri iniziali, si è passati a 140 membri, in larga parte costituiti da paesi sottosviluppati. La recente divaricazione di questi ultimi, a seconda della disponibilità o meno di risorse petrolifere, ha creato nuovi problemi e nuove difficoltà. Le due istituzioni vi hanno fatto fronte adattando le loro funzioni e, particolarmente nel caso del Fondo monetario internazionale, operando un completo capovolgimento degli iniziali obiettivi statutari. Queste trasformazioni e le tappe percorse nell'effettuarle non sarebbero peraltro comprensibili, senza disporre di un quadro di riferimento fornito dalla struttura originaria delle istituzioni anche se essa (per quanto concerne il Fondo) è profondamente diversa da quella attuale.

Come si è detto, le due istituzioni sono destinate a fornire differenti forme di assistenza ai paesi membri. Il Fondo monetario internazionale ha lo scopo di concedere crediti valutari miranti a consentire di far fronte a *squilibri temporanei* della bilancia dei pagamenti. Il carattere temporaneo degli squilibri sta a indicare che, con la creazione di questo organismo, non si è inteso far venir meno l'impegno dei vari paesi di procedere agli aggiustamenti necessari (in precedenza indi-

caù) per riequilibrare la bilancia dei pagamenti. I prestiti valutari del Fondo intendono consentire ai paesi beneficiari lo spazio di tempo perché questi aggiustamenti siano introdotti e producano i loro effetti. Tecnicamente, la possibilità di attingere ai crediti del Fondo, allorché ne ricorrano le condizioni, veniva ad accrescere la flessibilità del *gold exchange standard*: nel senso che, accanto all'oro e alle valute da riserva, si aggiungeva la possibilità, da parte dei paesi membri, di ricorrere a una precostituita fonte di credito, senza doverle ricercare di volta in volta e su basi bilaterali.

La Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo provvede invece ai finanziamenti a lungo termine, concessi per progetti specifici e in base alle normali condizioni bancarie. La Banca, infatti, attinge i mezzi finanziari dalla emissione di obbligazioni collocate sul mercato internazionale; i paesi membri hanno versato solo il 10 per cento del capitale sottoscritto, la parte non versata costituendo un indiretto fondo di garanzia idoneo ad agevolare il collocamento delle obbligazioni. La Banca ha conservato sostanzialmente immutata la struttura originaria. Nel tempo, il suo capitale è stato raddoppiato da 40 a 80 miliardi di dollari. Sono state create due affiliate: una (nel 1956) denominata Ente finanziario internazionale (IFC) nell'intento di promuovere iniziative con partecipazione mista di capitale estero (minoritario) e di capitale locale. L'altra denominata Associazione internazionale per lo sviluppo (IDA), creata nel 1960 per fornire prestiti a lunghissima scadenza e a condizioni molto favorevoli ai paesi poverissimi. La sua attività si basa, pertanto, su mezzi forniti dai bilanci pubblici dei paesi membri e ha incontrato notevoli difficoltà ad ogni richiesta di mezzi addizionali.

Per i legami con la politica monetaria dei singoli paesi, in questa sede ci occuperemo esclusivamente del Fondo monetario internazionale. Tuttavia, non si deve perdere di vista il fatto che la sua azione va considerata nel quadro dell'insieme delle istituzioni che si sono proposte, nel secondo dopoguerra, di dare una coordinata struttura organizzativa alla cooperazione internazionale.

2. Il Fondo monetario internazionale: compiti e struttura

Le disposizioni statutarie che hanno posto in vita il Fondo prevedono che esso debba: "promuovere la cooperazione monetaria internazionale"; "favorire l'espansione e l'armonico sviluppo degli scambi", agevolando in tal modo il mantenimento di un elevato livello di occu-

pazione; "promuovere la stabilità dei cambi"; "abbreviare la durata e ridurre l'intensità degli squilibri delle bilance dei pagamenti dei membri".

Non è stato agevole, nel corso di un periodo denso di trasformazioni profonde nell'economia mondiale, tener fede a questi compiti statutari senza tensioni, cedimenti, compromessi. Non risponde, tuttavia, alla realtà dei fatti che il "sistema di Bretton Woods sia crollato", come spesso viene affermato, in quanto esso è tuttora legalmente vincolante e operante: come attestano i pesanti "condizionamenti", a volte esercitati sulle politiche economiche interne dei paesi membri. Si sono, bensì, accumulate nel tempo esigenze varie di riforma, che non trovano ancora un loro compiuto sbocco. Ma queste riforme sono studiate come *varianti o emendamenti* della struttura statutaria iniziale. È opportuno tener presente che gli Accordi di Bretton Woods e gli emendamenti agli Accordi stessi hanno carattere di trattato internazionale e devono essere ratificati dai parlamenti dei singoli membri: un iter piuttosto complesso, dato l'elevato numero dei paesi aderenti.

Il Fondo monetario internazionale opera attraverso un sistema di quote nazionali. Alle quote vengono commisurati, per ciascun paese, i diritti e gli oneri relativi alla gestione e amministrazione del Fondo, cioè l'ammontare delle sottoscrizioni al capitale dell'istituzione, i limiti del credito ottenibile e il numero dei voti.¹

Gli organi direttivi del Fondo sono costituiti da un Consiglio dei governatori, dagli amministratori esecutivi e da un direttore generale. Tutti i poteri di direzione e di gestione sono conferiti al Consiglio dei governatori, che si riunisce una volta l'anno in Washington o presso un'altra capitale dei paesi membri e ha la facoltà di delegare agli amministratori esecutivi l'autorità di esercitare qualsiasi potere proprio del Consiglio, salvo alcuni compiti espressamente richiamati negli accordi istitutivi quali, per esempio, l'ammissione di nuovi membri, le modifiche nelle quote di partecipazione o la liquidazione del Fondo.

Il Consiglio degli amministratori è composto da ventidue persone, delle quali sei vengono "nominate" dai paesi con le maggiori quote di partecipazione (nel 1982 Stati Uniti, Gran Bretagna, Germania Federale, Francia, Giappone e Arabia Saudita) e le altre "elette" dai

¹ La letteratura su questa istituzione è molto vasta. Si segnalano in particolare: Lofus (1951 e 1965); Gragnani (1946); Sacchetti (1947); Mossé (1948); Carli (1955); IMF (1956); Tew (1967); Triffin (1961); Horie (1964); Fleming (1964); Gruppo dei dieci (1965); e, inoltre, si veda *The International Monetary Fund 1945-65* (Washington 1969) e successivi aggiornamenti.

restanti paesi in base ad aggruppamenti che si formano con l'osservanza di norme istituzionalmente definite; il Consiglio elegge, a sua volta, un direttore generale al quale compete, sotto la guida dello stesso Consiglio, la condotta degli affari ordinari del Fondo.

Tanto ai governatori, quanto agli amministratori "nominati" spetta, in sede deliberativa, un numero di voti pari a quello assegnato al membro a cui è dovuta la nomina, mentre per gli amministratori "eletti" il numero dei voti a disposizione è pari a quello relativo ai paesi che ne hanno votato l'elezione.

In linea di principio, la quota attribuita a ciascun paese dovrebbe soprattutto riflettere la sua importanza nel commercio internazionale e l'entità degli sbilanci ai quali esso può essere esposto. Di fatto, l'assegnazione iniziale delle quote fu anche influenzata da fattori politici, in parte corretti da numerosi adattamenti successivi, inclusi quelli realizzati mediante la *revisione quinquennale* delle quote stesse, prevista dallo statuto. Con la settima revisione delle quote, realizzata nel 1980, l'ammontare delle quote è stato portato a 66,5 miliardi di dollari; con l'ottava revisione, già deliberata, verrebbe raggiunto l'importo di 98,5 miliardi di dollari.

Secondo le disposizioni originarie, la quota sottoscritta da ciascun paese doveva essere versata per il 25 per cento in oro e per il 75 per cento in valuta nazionale. Oltre al pagamento della quota, *obblighi fondamentali di ciascun membro erano quelli: della dichiarazione della parità monetaria* (espressa in oro, quale comune denominatore, o in dollari degli Stati Uniti del peso e del titolo in vigore al 1° luglio 1944); *dell'adozione di un regime di "cambi fissi"* (tali designandosi, per convenzione di linguaggio, quelli suscettibili di *limitate variazioni* al di sopra e al di sotto della parità: variazioni possibili, secondo lo Statuto del Fondo, nella misura dell'1 per cento); *dell'assunzione di impegni concernenti la stabilità dei cambi e l'osservanza di determinate regole nel caso di modificazione della parità, quando se ne ravvisi la necessità.*

Sono precisamente questi ultimi impegni a concretare una notevole rinuncia dell'autonomia dei singoli paesi nelle decisioni monetarie. Quando l'eventuale modificazione della parità ecceda il 10 per cento della parità stessa, il paese interessato è tenuto a consultare preventivamente il Fondo e ad attendere le decisioni, da adottarsi entro termini previsti dalle disposizioni statutarie.

Si richiama l'attenzione sulla necessità di evitare alcune confusioni nelle quali si incorre di frequente. *La modificazione della*

parità è provvedimento che implica la variazione del rapporto di una moneta nei confronti delle altre e tende a eliminare una insanabile situazione di squilibrio. Poiché la modificazione dei rapporti di cambio (cioè la svalutazione o rivalutazione di una moneta) è stata tradizionalmente considerata una manifestazione della sovranità nazionale, nel momento in cui la si assoggettava ad una approvazione preventiva del Fondo, si è voluto evitare che ciò fosse necessario anche per una variazione di modesta entità, individuata appunto nel 10 per cento ed utilizzabile una volta soltanto. Questa percentuale, riferita a eventuali variazioni della parità, non va quindi confusa con le oscillazioni quotidiane del cambio che, in regime di cambi cosiddetti fissi, rispondono all'esigenza di assicurare un certo margine al gioco della domanda e dell'offerta, a eventuali influenze di carattere stagionale e simili.

La prima percentuale che è stata indicata, *dell'1 per cento*, si riferisce appunto allo scarto al di sopra e al di sotto della parità nell'ambito del quale sono consentite delle *fluttuazioni* in regime di cambi cosiddetti fissi (per convenzione di linguaggio). Si ricordi che stiamo esaminando, per ora, *la struttura statutaria iniziale*. Nell'inserire in questa l'obbligo dei cambi detti *fissi*, in realtà fluttuanti entro margini molto ristretti, si riproduceva, nel meccanismo del Fondo, il modo di operare dei cambi in regime aureo; ci è noto infatti (vedi p. 292) che, in questo sistema monetario, i cambi possono oscillare entro i ristretti margini dei "punti dell'oro". Nel sistema aureo, tuttavia, i margini di oscillazione dipendevano *da fatti di mercato*: spese di trasporto, spedizione ecc. Nel quadro del Fondo monetario internazionale, il mantenimento delle fluttuazioni dei cambi entro margini ristretti nasceva da un obbligo giuridico che imponeva ai paesi membri di *intervenire*, ai fini del mantenimento del cambio entro i limiti prescritti. Infatti, *le autorità monetarie hanno l'obbligo d'intervenire sul mercato dei cambi quando le quotazioni della valuta nazionale si avvicinino ai limiti estremi consentiti: acquistando la propria valuta, quando sia insistentemente offerta dall'estero, o cedendola, quando sia insistentemente domandata.* S'intende che, qualora le quotazioni si mantengano *persistentemente* in uno dei due limiti estremi, anziché oscillare nell'ambito consentito, ciò è generalmente indice d'una situazione di persistente difficoltà, da correggere prima o poi con una *variazione della parità monetaria*. Allorché si manifesti una necessità del genere e sia possibile farvi fronte con una variazione della parità che non superi il 10 per cento (la seconda delle percentuali indicate), i paesi possono adottarla

in modo autonomo, senza cioè chiedere l'autorizzazione del Fondo. Una volta utilizzato questo limitato margine di autonomia (limitato sia per l'entità, sia perché può essere esercitato una volta soltanto), ogni decisione che riguardi la *variazione della parità* deve essere sottoposta al preventivo esame del Fondo.

L'appartenenza al Fondo monetario internazionale non impegna invece i paesi membri alla convertibilità monetaria, *intesa nel significato tradizionale*, cioè come facoltà dei cittadini di ottenere la trasformazione dei biglietti di banca in oro o valute estere pregiate. Esiste bensì un obbligo dei membri a effettuare la "convertibilità dei saldi di pertinenza estera", designata abitualmente come convertibilità per i "non residenti"; ma essa ha un significato ben diverso da quello tradizionale. Sta infatti a indicare la possibilità degli stranieri, i quali abbiano acquisito crediti verso un determinato paese per effetto di regolari operazioni correnti, di ottenere il pagamento *nella valuta da essi preferita*, senza dover essere costretti all'acquisto di merci del paese debitore pur di realizzare il loro avere. La convertibilità "esterna", o per "non residenti", costituisce, in altri termini, la salvaguardia del multilateralismo degli scambi e un incentivo intrinseco alla competitività internazionale, data la possibilità dei creditori, in grado di avvalersi di tale "convertibilità", di acquistare le merci là dove esse risultano più convenienti. A fronte di tali impegni (la cui adozione è avvenuta gradatamente nel tempo, per dar modo ai paesi sconvolti dal secondo conflitto mondiale di riassetare le loro economie), i paesi membri, come si è detto, possono beneficiare dell'assistenza valutaria del Fondo, in caso di difficoltà temporanee nei loro pagamenti verso l'estero.

Il ricorso al Fondo, com'è comprensibile, è soggetto a previsti limiti di ammontare e di durata dei prestiti. Questi limiti discendono dal fatto che esso agisce, sostanzialmente, come organismo che accorda prestiti ai paesi temporaneamente deficitari con mezzi attinti alle quote dei paesi temporaneamente eccedentari. Per preservare un carattere rotativo alla sua funzione, sono pertanto necessarie adeguate limitazioni. In pratica, si è seguito il criterio di imperniare il funzionamento del Fondo sul meccanismo delle quote. Così, salvo deroghe (che, nella prassi, sono divenute sempre più frequenti), i prelievi valutari presso il Fondo (che, tecnicamente, avvengono mediante la cessione della valuta nazionale del paese richiedente, in cambio di valute estere) non possono superare, annualmente, un quarto della quota del paese richiedente. Nel totale, l'ammontare del credito ottenibile risultava pari all'im-

porto della quota più della parte inizialmente versata in oro, cioè pari al 125 per cento della quota. Il rimborso, di norma, deve avvenire in un periodo compreso fra i tre e i cinque anni e dev'essere effettuato in oro o valute convertibili, in quest'ultimo caso con l'accordo preventivo del Fondo (che tende ad operare in modo da evitare di trovarsi sfornito, o viceversa eccessivamente oberato, delle singole valute). Per consentire ai paesi che ne avvertano l'esigenza di poter fare affidamento sull'assistenza del Fondo per bisogni futuri (che, di fatto, potrebbero anche non verificarsi) è consentito ad essi di stipulare aperture di credito per prelievi futuri, di durata prestabilita (*stand-by*, o "accordi di massima", nella denominazione tecnica). Il Fondo, a sua volta, oltre a poter acquistare contro oro una valuta che risulti largamente richiesta, ha anche la facoltà di contrarre prestiti nei confronti di singoli paesi membri.

In casi estremi, il Fondo potrebbe dichiarare ufficialmente "scarsa" una determinata valuta; ma il provvedimento (mai sinora attuato) avrebbe conseguenze di particolare gravità poiché i paesi membri sarebbero autorizzati ad adottare restrizioni negli scambi commerciali con il paese persistentemente creditore, la cui valuta fosse riconosciuta "scarsa". Posizioni persistentemente deficitarie o anche eccedentarie sono infatti contrarie alla logica del sistema, che fa affidamento sull'alternarsi di simili posizioni, mediante adeguate manovre correttive. È da ricordare, infine, che il gioco degli interessi e delle provvigioni tende a sollecitare un rimborso anche anticipato rispetto alle scadenze massime previste e a salvaguardare il carattere rotativo delle disponibilità del Fondo.

3. Realizzazioni e manovre nell'attività del Fondo

Sin qui si è delineata la struttura del Fondo quale risulta dalle originarie disposizioni statutarie. Esse, in sintesi:

- 1) ammettono, e anzi raccomandano, il ricorso alla variazione della parità monetaria (svalutazione o rivalutazione), qualora risulti indispensabile nel caso di uno squilibrio di bilancia dei pagamenti non eliminabile con i normali correttivi, se non a prezzo di gravi ripercussioni nelle economie interne; richiedono però che la modificazione della parità (svalutazione o rivalutazione) avvenga in modo ordinato, con anticipata comunicazione al Fondo e con criteri concordati;
- 2) stabiliscono che non tutte le ragioni di squilibrio danno titolo ad ottenere l'assistenza del Fondo. Accentratissimi movimenti di capitali non

connessi con le esportazioni correnti, andrebbero infatti corretti con misure di controllo da parte del paese esposto alla fuoriuscita di capitali e non con il ricorso al Fondo;²

3) prevedono la possibilità per il paese membro, in regola con i suoi impegni, di ottenere prestiti valutari che, essendo soggetti a vari condizionamenti e vincoli, mettono a disposizione del paese stesso una forma di *liquidità internazionale condizionata*; essa viene ad aggiungersi, consentendo uno spazio di tempo più ampio per le misure correttive, ai mezzi di riserva (oro, valute) di cui il paese disponga in modo autonomo e di cui possa pertanto avvalersi in modo *incondizionato*.

Il Fondo monetario internazionale ha iniziato la sua attività nel 1947 e, con il suo funzionamento, ha incontestabilmente contribuito al superamento del *bilateralismo* degli scambi ed al loro crescente sviluppo *multilaterale* sul piano mondiale. Allogché, sul finire del 1958, un gruppo di paesi dell'Europa occidentale assunse l'impegno di adottare la "convertibilità per non residenti" (nel significato che è stato chiarito a p. 313), venne raggiunta una tappa importante nella realizzazione di un sistema di pagamenti che fosse effettivamente multilaterale.

Nel contempo, senza che intervenissero modificazioni delle norme statutarie, ma per effetto della prassi operativa e di interpretazioni estremamente elastiche e talvolta contraddittorie delle norme stesse, il Fondo si è discostato in misura notevole dal funzionamento previsto dai suoi ideatori.

In primo luogo, sia per il carattere vistosamente punitivo del provvedimento sia per l'impopolarità dei *contingenti* di cui si autorizzerebbe il ripristino (vedi p. 307), il Fondo non ha mai fatto uso della dichiarazione di "scarsità" di una determinata valuta e ha fatto ricorso a espedienti vari nei casi in cui alcune valute siano risultate effettivamente scarse. L'attività iniziale del Fondo venne appunto a coincidere con un'accentuata "scarsità" del dollaro, che era espressione del grande fabbisogno di importazioni e delle limitate possibilità di esportazioni da parte dei paesi sconvolti dalla guerra. Gli Stati Uniti neutralizzano in parte gli effetti di questa "scarsità" con gli aiuti concessi in varie forme all'estero; l'adozione nei confronti dell'America dei provvedimenti punitivi, connessi con una dichiarazione ufficiale di scarsità, fu quindi politicamente improponibile. Ma, con ciò, il Fondo venne di fatto a perdere, sin dall'inizio, un deterrente da usarsi nei confronti di

² Per un esame più esteso di questo punto si veda di F. Caffè, *Vecchi e nuovi trasferimenti anomali di capitali*, in Caffè (1970) pp. 97 sgg.

paesi che risultassero *persistentemente creditori*, contravvenendo al criterio che richiede l'alternanza, e non già la cronicità, delle posizioni creditorie e debitorie.

Si è dimostrata altresì manchevole l'azione del Fondo intesa ad assicurare una ordinata modificazione delle parità monetarie, ove esse fossero ritenute necessarie di fronte a posizioni *persistentemente deficitarie* (richiedenti la *svalutazione*), o a posizioni *persistentemente eccedentarie* (richiedenti la *rialutazione*). Converrà esaminare alquanto più diffusamente questo aspetto. Nel periodo tra le due guerre mondiali, in un clima di restrizionismo e di progressivo isterilimento degli scambi mondiali, la svalutazione monetaria era stata adottata di frequente *come mezzo di lotta commerciale*. L'annuncio improvviso e inatteso di una svalutazione, riflettendosi *con immediatezza* sul mercato dei cambi, rende infatti più conveniente per gli stranieri l'acquisto della valuta deprezzata e quindi di merci del paese che svaluta. Il sistema dei prezzi interni *non risente con pari immediatezza* della modificazione della parità monetaria. Questi prezzi sono soggetti in misura maggiore o minore, come è noto, al fenomeno della "vischiosità" connesso con l'esistenza di vincoli contrattuali, legislativi, convenzionali e così via. Sin quando l'adeguamento non si verifici (e vi contribuirà, ovviamente, il rincaro delle merci o delle materie prime importate), le esportazioni del paese che svaluta saranno favorite come se beneficiassero di un premio pressoché corrispondente alla intervenuta svalutazione. Una pratica del genere viene infatti designata come ricorso alla *valuta dumping*, in analogia al deliberato forzamento delle esportazioni ottenute con vendite a prezzi appositamente ridotti a tale intento. Le perturbazioni e le rappresaglie ingenerate nel commercio mondiale da simili politiche aggressive erano state, come si è visto, tra i motivi che avevano indotto alla costituzione del Fondo monetario internazionale e alla inclusione, tra le norme statutarie, delle disposizioni intese a stabilire che le modificazioni delle parità, quando necessarie, si svolgano in modo ordinato e concordato.

In realtà, la pressione del Fondo, intesa a indurre un paese a modificare la parità, si è dimostrata in genere efficace, nei confronti di paesi aventi modesta importanza economica, mentre ha potuto ben poco verso i paesi economicamente più potenti. Mentre la variazione della parità è operazione da attuarsi con efficacia, rapidità, nel modo più funzionale, di fatto si è addivenuti a decisioni del genere quasi sempre con ritardi dovuti a contrasti e tensioni di carattere politico, generalmente associati a un pregiudizievole intreccio di anticipatrici

manovre speculative. In breve, le *modificazioni delle parità costituiscono tuttora degli eventi drammatici*, mentre dovrebbero essere considerate come misure strumentali, quando le circostanze lo impongono, ai fini del riassetto dei conti con l'estero.

Infine il Fondo ha adottato una decisione densa di gravi conseguenze con l'accordare la sua assistenza per finanziare squilibri della bilancia dei pagamenti dovuti a *esportazioni di capitali*. Dopo il ripristino della convertibilità esterna (1958), è stato reso possibile il *rapido spostamento di fondi da un paese all'altro*. Ne possono fornire occasione il più favorevole tasso di interesse ottenibile in una piazza, anziché in un'altra; oppure il timore di svalutazione di una moneta, che induce a trasferire altrove gli investimenti di fondi liquidi; oppure le perturbazioni politiche che si manifestino in determinati paesi e inducano i cittadini a esportazioni precauzionali dei capitali. Per rendersi conto dell'ampiezza che possono assumere movimenti del genere, occorre ricordare la rilevanza odierna dei grandi oligopoli e delle imprese multinazionali (vedi p. 87), che dispongono di ingenti importi di fondi liquidi, agevolmente spostabili tra i vari paesi.

La possibilità del ricorso al Fondo per disavanzi emergenti da movimenti di capitali (che ha giovato soprattutto all'Inghilterra e agli Stati Uniti) ha posto il Fondo, tra l'altro, nella necessità di integrare le sue risorse con la richiesta di un prestito ai paesi membri in grado di concederle (in base a una possibilità prevista dalle norme statutarie). Questo prestito (nella misura di 6 miliardi di dollari) è stato effettivamente accordato (nel 1962, con successive proroghe) da alcuni paesi membri appartenenti ai maggiori paesi industriali.³ Si è però venuta a costituire una specie di "cartello dei creditori" (abituale indicato come *Gruppo dei dieci*) che ha finito per condizionare pesantemente l'azione del Fondo nello scorcio di anni più vicini.

³ L'ultima proroga, intervenuta nell'ottobre 1980, estende questo prestito per un ulteriore quinquennio, sino all'ottobre 1985. I paesi partecipanti sono Stati Uniti, Gran Bretagna, Germania Occidentale, Francia, Italia, Giappone, Canada, Olanda, Belgio, Svezia. Ha partecipato al prestito anche la Svizzera, che però non è membro del Fondo. La denominazione ufficiale delle intese che hanno dato luogo al prestito è quella di Accordi generali di prestito (GAB, secondo la sigla in inglese). Nel gennaio 1983 si è deciso che l'ammontare dei prestiti fosse portato da DSP 6,4 a 17 miliardi (cioè da 7,1 miliardi di dollari a circa 19 miliardi). La Svizzera diventa membro di fatto del GAB. Le somme possono essere prelevate anche per esigenze di paesi diversi dai Dieci.

4. Il problema dell'adeguatezza della liquidità internazionale

Tra i più importanti problemi monetari internazionali che si sono dovuti affrontare nel corso degli anni sessanta e nella prima parte degli anni settanta vanno menzionati:

- 1) l'adeguatezza della "liquidità internazionale" alle esigenze di un mondo nel quale gli scambi si sono svolti per vari anni con un ritmo soddisfacente;
- 2) la posizione assunta dal dollaro nel funzionamento del *gold exchange standard*;
- 3) il significato e gli effetti del cosiddetto mercato dell'eurodollaro.

Si è già fatto uso dell'espressione "liquidità internazionale" per designare i mezzi di pagamento accettati sul piano internazionale e adoperati ai fini del regolamento finale dei rapporti debitori e creditori tra i vari paesi. Secondo la definizione adottata dal Fondo monetario internazionale, la liquidità internazionale consiste di "tutte le risorse che sono a disposizione delle autorità monetarie di un paese, nell'intento di far fronte a squilibri di bilancia dei pagamenti". Alcune di queste risorse sono mobilizzabili prontamente e senza particolari difficoltà e il loro insieme costituisce la cosiddetta "liquidità incondizionata". Ne forniscono esempio le disponibilità valutarie ufficiali dei singoli paesi, la cui funzione odierna (come si è posto in rilievo, vedi p. 299) è appunto quella di costituire il mezzo di saldo ultimo nei pagamenti internazionali.

Altre risorse (si pensi ai prelievi presso il Fondo, per la parte della quota eccedente il versamento in oro, ai prestiti ottenibili da altre istituzioni internazionali o da Banche centrali) richiedono procedure varie per essere effettivamente utilizzate: il loro insieme costituisce la cosiddetta "liquidità condizionata".

Nel nostro esame è utile prendere come riferimento il 1958, l'anno cioè alla fine del quale — come si è detto (vedi p. 313) — fu dichiarata la "convertibilità esterna per non residenti" di un certo numero di monete, che venivano pertanto ad acquisire uno status che, in precedenza, apparteneva soltanto al dollaro.

Le componenti *tradizionali* della liquidità internazionale più prontamente mobilizzabili erano l'oro, le valute da riserva e le "posizioni creditorie presso il Fondo monetario internazionale". Esaminiamo più a fondo ciascuna di queste componenti.

L'oro, il mezzo di cui è superfluo ricordare le funzioni storiche in rapporto ai sistemi monetari, forma oggetto di una domanda anche per usi industriali e scientifici, che è andata via via crescendo, sino a

raggiungere e superare la produzione annua corrente del metallo. Questa situazione tecnica nei rapporti tra domanda e offerta ha finito per rendere il prezzo ufficiale dell'oro (stabilito nel 1934 a 35 dollari di allora per oncia di fino, pari a 31,1 grammi) sempre meno rappresentativo dell'effettivo apprezzamento del mercato per il metallo giallo. Poiché è con questo prezzo che l'oro è stato posto a base del sistema di Bretton Woods, le cui norme vincolavano le autorità monetarie dei paesi membri a non discostarsene, l'oro è affluito in misura sempre più esigua verso le riserve ufficiali. Ne è derivata la tendenza al declino dell'oro, come componente della liquidità internazionale, chiaramente rilevabile dalla tabella 15.1 che analizzeremo più avanti.

Le valute da riserva assumevano pertanto un ruolo preponderante, come componente della liquidità internazionale e, tra esse, si accresceva soprattutto la partecipazione del dollaro, con i crescenti e persistenti disavanzi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Sia il problema del prezzo dell'oro, sia la posizione assunta dal dollaro nel funzionamento del gold exchange standard dovranno essere più estesamente esaminati in seguito. Per il momento, proseguendo nella rassegna delle componenti attuali della liquidità internazionale va chiarito il significato delle posizioni creditorie presso il Fondo monetario internazionale. Esse non vanno confuse con i crediti ottenibili presso il Fondo stesso, da parte dei membri. Ci è noto che questi crediti rientrano nella liquidità condizionata, nel senso che l'ottenimento richiede un insieme di accordi preventivi. Ci è anche noto che, nel concedere prestiti, il Fondo si avvale delle valute dei paesi membri, attingendo al 75 per cento della quota versata appunto in valuta nazionale. Si supponga, ora, che siano utilizzati marchi tedeschi in misura che faccia scendere la parte della quota versata in tale valuta; ad esempio, dal 75 al 60 per cento. Il 15 per cento utilizzato costituisce un credito della Germania verso il Fondo (liberamente disponibile, a richiesta) e l'insieme di crediti sorti nello stesso modo forma le cosiddette "posizioni creditorie presso il Fondo".

5. Una componente della liquidità internazionale di recente creazione: i diritti speciali di prelievo

Nel complesso, se si pone a raffronto l'insieme delle componenti della liquidità internazionale sin qui analizzate con il commercio mondiale (misurato dall'ammontare delle importazioni mondiali) avremmo un andamento illustrato dalle cifre riprodotte nella tabella 15.1, con riferimento all'arco degli anni che per ora interessa.

Tabella 15.1

Anni	Liquidità internazionale (in miliardi di dollari)	Importazioni mondiali	Rapporto percentuale
1963	66,6	143,6	46,4
1964	68,8	161,3	42,7
1965	70,8	175,0	40,3
1966	72,4	192,6	37,6
1967	74,1	201,8	36,7
1968	77,0	255,1	34,2
1969	77,7	255,8	30,4

L'anno iniziale di questa tabella è quello in cui sono state avviate presso il Fondo le discussioni ufficiali sull'adeguatezza della liquidità internazionale, in rapporto allo sviluppo degli scambi. Ci si rendeva già conto del tendenziale declino della liquidità in rapporto allo sviluppo degli scambi, che è poi indicato dal rapporto percentuale tra le due grandezze. Altra considerazione era che la liquidità internazionale veniva ormai alimentata, in assoluta prevalenza, dalla sola componente della valuta da riserva, e in pratica da dollari.

L'anno finale della tabella è quello in cui, a seguito di studi, trattative e compromessi, venne creata una componente aggiuntiva della liquidità internazionale, costituita dall'istituzione dei cosiddetti diritti speciali di prelievo presso il Fondo monetario internazionale.

In conseguenza della prima modificazione apportata agli accordi di Bretton Woods, il 28 luglio 1969, il Fondo è stato appunto autorizzato ad assumere come sua funzione aggiuntiva e distinta la creazione dei detti diritti che, distribuiti ai membri, possono da essi essere utilizzati come mezzo di pagamento internazionale, in quanto gli altri membri si sono impegnati di accettarli. Questo, si intende, entro determinati limiti e con l'osservanza di determinate procedure.

La creazione di questo nuovo mezzo di riserva segna un primo passo verso l'adozione, sul piano internazionale, di un sistema paragonabile all'emissione di mezzi di pagamento cartacei sul piano interno. La creazione di questo mezzo utilizzabile nei pagamenti internazionali non è stata tuttavia lasciata a un apprezzamento discrezionale del Fondo (ossia alla sua trasformazione in una specie di superbanca centrale), bensì a regole minuziose di approvazione concordata tra i paesi membri, specialmente con riguardo all'ammontare dei diritti di prelievo da creare.

nel corso di prestabiliti periodi di tempo. L'evidente preoccupazione è stata quella di evitare una creazione "eccessiva", che potrebbe rendere meno gradita l'accettazione dei mezzi stessi e anche ingenerare tensioni inflazionistiche sul piano mondiale.

Una creazione "eccessiva", d'altro canto, con l'accrescere la disponibilità di riserve, attenuerebbe l'impegno di porre in atto misure per eliminare squilibri elevati e persistenti nelle bilance dei pagamenti dei vari paesi. Un corretto "processo di aggiustamento" delle bilance dei pagamenti, unitamente a un volume adeguato di liquidità internazionale, costituiscono pertanto condizioni essenziali per evitare tendenze deflazionistiche o inflazionistiche sul piano mondiale.

Da un punto di vista più strettamente tecnico, i "diritti speciali di prelievo" sono *unità di conto*, il cui valore è stato definito *inizialmente* come corrispondente a un contenuto aureo di 0,888671 di oro fino (vale a dire, lo stesso contenuto del dollaro 1934). La loro creazione avverrà, di norma, *per periodi quinquennali, ma con assegnazioni annuali ai vari paesi*, stabilite in proporzione alle rispettive quote presso il Fondo monetario. L'assegnazione consisterà in *accreditamenti contabili*, dato che i diritti speciali di prelievo non si concretano in segni tangibili (biglietti, assegni, o simili). Il paese membro viene, ad ogni modo, a disporre di un potere di acquisto "creato dal nulla" e che entra a far parte delle sue riserve valutarie. I paesi con bilance dei pagamenti in disavanzo potranno avvalersi di questo potere di acquisto, cedendo diritti speciali di prelievo e procurandosi valuta convertibile con la quale effettuare pagamenti o intervenire sul mercato dei cambi. Ad accettare diritti speciali di prelievo, fornendo valuta, saranno di norma i paesi in posizione eccedentaria, che ne vedranno accrescere l'ammontare nelle proprie riserve, in aggiunta all'assegnazione da essi ricevuta. L'accettazione di diritti speciali di prelievo, da parte di un singolo membro, potrà essere limitata a un ammontare pari al doppio dell'assegnazione accordata al membro stesso, tranne che esso non consenta spontaneamente di riceverne anche per importi maggiori. I paesi in posizione creditoria accettano diritti speciali di prelievo, cedendo valuta, *in quanto ciò costituisce l'impegno fiduciario che è alla base della loro creazione*. A loro volta, potranno servirsi dei diritti, qualora registrino posizioni deficitarie e, in ogni caso, dispongono di una componente delle riserve ufficiali che è fruttifera, in quanto i diritti speciali di prelievo recano un prefissato interesse. L'analogia con la moneta fiduciaria da tempo in uso nelle economie interne sarebbe completa, se non vi fosse stato un particolare non rientrante nel-

la logica dello schema, ma che testimonia le difficoltà che si sono dovute superare, con soluzioni compromissorie, per dar vita a questo nuovo strumento di pagamento internazionale. Secondo le disposizioni *iniziali* (successivamente modificate, come si dirà) il paese che avesse ceduto diritti di prelievo aveva l'obbligo di effettuare un riacquisto *parziale* detto tecnicamente "ricostituzione". Il riacquisto di diritti contro valuta, o ricostituzione, doveva effettuarsi nello spazio di un quinquennio e in modo da riportare le disponibilità dei diritti speciali di prelievo, nel paese utilizzatore, al 30 per cento della somma assegnata: il che significa che per il 70 per cento non vi era "ricostituzione". Le caratteristiche dei "diritti speciali di prelievo" li poneva, cioè, in una posizione intermedia tra il "credito" (per la parte da ricostituire) e la "moneta" (per la parte prevalente da non ricostituire e corrispondente quindi al nuovo potere di acquisto immesso sul mercato internazionale). Questa non ben definita natura economica riflette il contrasto di opinione tra chi è d'avviso che "il credito occorre guadagnarselo" o teme che la creazione di potere di acquisto "dal nulla" solleciti pressioni per l'immissione di importi sempre crescenti, e chi ha maggiore fiducia sulle capacità umane di regolare le liquidità in rapporto alle esigenze. Questo spiega, comunque, le numerose cautele che circondano la creazione e la spendibilità dei diritti speciali di prelievo, e di cui è garante il Fondo monetario in funzione di fiduciario.⁴

L'aspetto sorprendente è che, mentre tutte queste cautele ed esplicite prevenzioni riguardavano l'impiego di *un mezzo di pagamento effettivamente internazionale*, le economie continuavano a far larghissimo uso del dollaro, la cui creazione era inevitabilmente legata alle esigenze specifiche della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Le conseguenze di questo legame saranno esaminate in seguito. Premettiamo ora qualche informazione circa la posizione dell'Italia nel sistema di Bretton Woods.

6. La posizione dell'Italia nel sistema di Bretton Woods

L'Italia ha aderito agli accordi di Bretton Woods con legge del 23 marzo 1947, N. 132. La quota italiana, inizialmente stabilita in 180 milioni di dollari, è stata in seguito portata (per effetto di aumenti di

⁴ Per un'illustrazione particolareggiata della distribuzione iniziale dei diritti speciali di prelievo e dei loro effetti, si veda lo scritto di Palamenghi e Barattieri (1971). Vedi anche U. Sacchetti, *Diritti speciali di prelievo: dieci anni di esperienza* (1979).

carattere generale e di un aumento specifico concernente il nostro paese) al livello attuale di 1860 milioni di diritti speciali di prelievo (unità di conto il cui significato è precisato nel testo). Dopo l'ottava revisione, la quota italiana sarà pari a 2909,1 milioni di diritti speciali di prelievo. Il nostro paese ha dichiarato la parità della lira nel marzo 1960, definendola allora nell'equivalente di lire 625 da corrispondere per un dollaro; ha inoltre assunto gli obblighi della "convertibilità per non residenti" nel febbraio 1961. Ha poi contribuito agli accordi generali di prestito, o GAB (vedi p. 317, nota) e al loro recente aumento. Gli obblighi verso il Fondo, come pure i crediti verso di esso, sono espressi in unità con potere di acquisto costante. L'accettazione degli emendamenti allo statuto del Fondo monetario internazionale, che hanno portato alla possibilità di creare "diritti speciali di prelievo", è avvenuta nel nostro paese con legge del 1° ottobre 1969, N. 649. Con legge 7 novembre 1977, N. 832, è stato approvato il secondo emendamento allo statuto del Fondo monetario internazionale. Con l'"accettazione ed esecuzione" di questo secondo emendamento, il nostro Paese, come tutti i membri del Fondo, ha assunto l'obbligo di *escludere l'oro* come denominatore delle parità e quindi come base del sistema monetario.

7. La liquidità internazionale e la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti

Dopo la creazione della componente aggiuntiva della liquidità internazionale testé esaminata, la composizione percentuale delle varie componenti la liquidità risultava dalle cifre esposte nella tabella 15.2.

Alla creazione di un nuovo strumento della liquidità internazionale aveva contribuito il desiderio di ridurre la dipendenza del sistema monetario internazionale da una liquidità costituita essenzialmente da dollari e legata, conseguentemente, alle vicende o vicissitudini particolari di quella moneta (come, in altri tempi, era accaduto per la sterlina). Paradossalmente, proprio nell'anno 1970 in cui si è iniziata una prima moderata distribuzione dei diritti speciali di prelievo, (per un ammontare globale di 9,5 miliardi nel triennio 1970-72), l'immissione di dollari nel circuito internazionale, attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti americani, ha assunto proporzioni abnormi, come è agevolmente rilevabile dalla tabella 15.3, che spiega anche le percentuali di aumento della liquidità internazionale esposte nella tabella 15.2.

La rilevante posizione deficitaria indicata da queste cifre e il suo

aggravarsi nel 1970 e 1971 sono stati attribuiti, nel documento ufficiale americano di maggiore importanza per l'analisi dei problemi di politica economica,⁵ ai seguenti motivi:

1) Gli Stati Uniti si sono dimostrati incapaci, nel corso di un prolungato periodo che include gli anni sessanta, di finanziare, sulla base dell'esistente struttura dei tassi di cambio, il complesso delle operazioni all'estero dovute a transazioni commerciali, a impegni militari, ad assistenza per fini di sviluppo e a movimenti di capitali. Il finanziamento di questa serie di impegni è stato pertanto ottenuto con una offerta di dollari verso l'estero (mediante il disavanzo della bilancia dei pagamenti).

Tabella 15.2 Composizione della liquidità internazionale (miliardi di dollari)

	Importi in essere alla fine del periodo			
	1964	1969	1973	1975
Totale	69,4	78,4	183,7	227,4
Composizione:				
Diritti speciali di prelievo	—	—	10,6	10,3
Oro	40,6	39,1	43,0	41,6
Posizioni creditorie nel FMI	4,2	6,7	7,4	14,8
Valute da riserva	24,4	32,6	122,6	160,8
Distribuzione:				
Paesi OCSE	58,1	60,9	136,6	137,2
Paesi esportatori di petrolio	2,0	4,2	14,5	56,5
Paesi non esportatori di petrolio	7,3	10,9	27,5	29,6
Altri	1,7	2,4	5,0	4,0

Tasso percentuale di crescita della liquidità internazionale:

1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
2,9	2,4	2,0	4,3	0,8	18,9	43,5	19,2	15,2	20,0	3,1	12,0

Fonte: "Rapporto McCracken" cit., Appendice, p. 9.

⁵ Si tratta del rapporto annuale del Consiglio degli esperti economici del presidente degli Stati Uniti, composto da economisti ed esperti qualificati. Quello al quale si fa riferimento è inserito nell'*Economic Report of the President Transmitted to the Congress* (Washington, genn. 1972) pp. 143 sgg.

Tabella 15.3 La bilancia dei pagamenti USA dal 1958 al 1971 (miliardi di dollari)

Voci (al netto)	Anni o medie annuali					
	1958-1959	1960-1964	1965-1967	1968-1969	1970	1971
Merci	2,3	5,4	4,2	0,6	2,1	-2,9
Specie militari	-3,0	-2,4	-2,7	-3,2	-3,4	-2,9
Turismo e noli	-0,7	-1,1	-1,5	-1,7	-2,0	-2,2
Interessi e dividendi	2,5	3,9	5,5	6,1	6,3	7,9
Altri servizi e trasferimenti	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7
Bilancia delle merci, dei servizi e delle rimesse	0,5	5,2	4,8	1,0	2,2	-0,8
Donazioni del Governo USA	-1,8	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,0
Bilancia delle partite correnti	-1,1	3,3	3,0	-0,6	0,5	-2,8
Capitali a lungo termine						
ufficiali	-0,6	-1,0	-1,8	-2,1	-2,0	-2,4
privati	-2,1	-3,0	-3,4	0,6	-1,5	-4,1
Bilancia delle partite correnti e dei capitali a lungo termine	-3,8	-0,7	-2,2	-2,1	-3,0	-9,3
Capitali a breve termine	0,8	-0,5	1,3	5,8	-6,5	-10,3
Errori ed omissioni*	0,3	-1,0	-0,6	-1,5	-1,1	-10,9
Assegnazione di DSP**	—	—	—	—	0,8	0,7
Saldo sulla base delle transazioni ufficiali	-2,7	-2,2	-1,5	2,2	-9,8	-29,8

(*) In questa voce sono conteggiati i capitali che escono illegalmente dagli Stati Uniti.

(**) Diritti speciali di prelievo sul Fondo monetario internazionale.

6. La discussione per la riforma del sistema monetario internazionale

Dopo lo studio compiuto dal Fondo nel 1972, nell'intento di fornire una rassegna dei problemi da affrontare per la riforma del sistema monetario internazionale (vedi p. 338), il compito di approfondire l'esame dei problemi stessi e di pervenire a un progetto organico venne affidato a un Comitato di venti membri, costituito presso il Fondo stesso nel settembre 1972. Il Comitato dei venti costituiva un'integrazione rispetto al Gruppo dei dieci (vedi p. 317), per venire incontro alle istanze avanzate, in varie sedi, dai paesi sottosviluppati al fine di una loro maggiore partecipazione nelle decisioni rilevanti per il futuro degli Istituti di Bretton Woods.

¹⁸ Nella dichiarazione di Rambouillet, sottoscritta nel novembre 1975 dai rappresentanti di sei importanti paesi industriali e che è divenuto un punto di riferimento di quelle analoghe successive, si afferma, tra l'altro, che "le autorità monetarie agiranno per contrastare disordinate condizioni di mercato, o fluttuazioni di carattere erratico, nei tassi di cambio". Indipendentemente dalla costata inosservanza di simili impegni, decisioni del genere alterano profondamente la collaborazione internazionale, trasformandola gradatamente in riunioni al vertice di un direttorio di potenze, più o meno ristretto a seconda delle circostanze.

Il programma di lavoro del Comitato prevedeva che uno schema di riforma dovesse essere approvato per il settembre 1973, epoca della riunione annuale del Fondo. In effetti, entro detta epoca era stato predisposto un "Abbozzo di riforma",¹⁹ che costituiva fondamentalmente una enunciazione di principi, le cui concrete conseguenze operative avrebbero dovuto essere precisate entro il luglio 1974. Peraltro, il susseguirsi delle crisi valutarie e l'estendersi del ricorso alla fluttuazione dei cambi suggerirono, nel corso del 1974, di abbandonare l'indicazione ulteriore di precise scadenze e di accettare una "concezione evolutiva del processo di riforma". Si è inteso con ciò dire che, di fronte al manifestarsi di nuovi fattori di squilibrio (a quelli già indicati essendosi aggiunti l'accentuarsi dell'inflazione su scala mondiale e il forte rincaro dei prodotti petroliferi nello scorcio finale del 1973), occorreva tener conto realisticamente delle situazioni di fatto che si venivano affermando; situazioni che avrebbero potuto suggerire l'attuazione immediata di alcune parti della progettata riforma, rinviandone invece altre a un futuro non nettamente precisato.

Per procedere secondo queste linee, si provvedeva alla creazione di un Comitato dei governatori, composto di venti membri, che istituzionalizzava il "Comitato dei venti", costituito inizialmente, come si è detto, per approfondire gli studi sulla riforma. Si trattava, ora, di passare a proposte concrete che, dopo complessi negoziati, hanno preso forma nell'accordo raggiunto a Giamaica nel gennaio 1976. L'accordo prevedeva l'introduzione, nello statuto del Fondo monetario, di modificazioni riguardanti la funzione dell'oro e dei diritti speciali di prelievo, il regime dei tassi di cambio, i poteri, le operazioni e le procedure del Fondo. Nel contempo, veniva decisa una revisione generale delle quote (vedi p. 311) per incrementare le risorse del Fondo, in rapporto ai più elevati squilibri delle bilance dei pagamenti.

L'assetto realizzato con gli accordi di Giamaica, approvati ufficialmente il 30 aprile 1976, ha ispirato il secondo emendamento dello Statuto del Fondo monetario internazionale: entrato in vigore il 1° aprile 1978, a motivo dei tempi richiesti per le necessarie procedure parlamentari di ratifica. Frattanto si ponevano nuovi problemi che sembra utile esaminare, per poi soffermare l'esame in modo specifico sulle disposizioni più significative del detto emendamento che ha, in realtà, apportato innovazioni di rilievo alla concezione originaria del Fondo, in quanto ne ha ribaltato i criteri ispiratori iniziali.

¹⁹ IMF, *Outline of Reform with Accompanying Annexes* (giugno 1974).

7. La modifica dei criteri di valutazione dei DSP

La funzione, i criteri di creazione, di distribuzione e di utilizzo dei diritti speciali di prelievo sono già stati indicati (pp. 320 sgg.). Mentre ancora proseguivano le discussioni sulla riforma statutaria, una modifica di rilievo è intervenuta, con effetto dal 1° luglio 1974, nel metodo di valutazione dei DSP.²⁰ In origine, il valore di un diritto speciale di prelievo corrispondeva al contenuto aureo del dollaro. Dopo le due svalutazioni di questa moneta, essendo rimasto invariato il contenuto aureo nominale del diritto speciale di prelievo, il rapporto si era modificato nel senso che un diritto speciale di prelievo valeva ora 1,20 in termini di dollaro. Il criterio di valutazione iniziale appariva inoltre incongruo, dopo l'abbandono della convertibilità in oro da parte del dollaro (nei confronti delle banche centrali detentrici di detta valuta) e l'adozione dei cambi fluttuanti da parte di un certo numero di importanti paesi. Si convenne così di adottare un differente criterio di valutazione, basato su un "paniere concordato" di sedici valute. Le valute incluse nel "paniere" sono state inizialmente quelle dei paesi che, nel periodo 1968-72, avevano partecipato alle esportazioni mondiali di beni e servizi in misura almeno pari all'1 per cento. Il peso²¹ assegnato a ciascuna valuta venne fissato in misura all'incirca proporzionale alle esportazioni del paese a cui la valuta si riferiva, con adattamenti nei casi in cui la quota nel commercio mondiale non fosse rappresentativa della reale importanza internazionale della valuta. In base ai loro pesi, veniva calcolata l'entità di ciascuna delle sedici valute comprese nel paniere.²² Pertanto, dal 1° luglio 1974, un diritto

²⁰ International Monetary Fund, *Annual Report 1978* (Washington 1978) p. 56. Il significato delle cifre in parentesi è indicato nel testo (p. 348).

Stati Uniti	33 (33)	Belgio	4 (3,5)
Germania	12,5 (12,5)	Arabia Saudita	3
Giappone	7,5 (7,5)	Svezia	2 (2,5)
Francia	7,5 (7,5)	Iran	2
Regno Unito	7,5 (9)	Australia	1,5 (1,5)
Italia	5 (6)	Spagna	1,5 (1,5)
Olanda	5 (4,5)	Norvegia	1,5 (1,5)
Canada	5 (6)	Austria	1,5 (1)

²² Entità di ciascuna delle sedici valute comprese in un DSP:

Dollaro USA	0,40 (0,40)	Franco belga	1,6 (1,6)
Marco ted.	0,32 (0,38)	Riyal saudita	0,13 (-)
Yen	21 (26)	Corona sv.	0,11 (0,13)
Franco fr.	0,42 (0,44)	Riyal iraniano	1,7 (-)
Sterlina	0,050 (0,045)	Dollaro austr.	0,017 (0,012)
Lira	52 (47)	Peseta	1,5 (1,1)
Guilder ol.	0,14 (0,14)	Corona norv.	0,10 (0,099)
Dollaro canad.	0,070 (0,071)	Scellino austr.	0,28 (0,22)

speciale di prelievo veniva a corrispondere alla somma delle sedici valute comprese nel "paniere" ed è sulla base di tale valutazione che il Fondo calcolava giornalmente i tassi di cambio tra diritto speciale di prelievo e le valute di tutti i paesi membri.²³

Fermo rimanendo questi criteri generali di valutazione, a partire dal 1° luglio 1978, il periodo di riferimento dell'ammontare più elevato delle esportazioni di beni e servizi è stato spostato al 1972-76. Ciò ha comportato che sono entrati a far parte dei 16 paesi l'Iran e l'Arabia Saudita, mentre ne sono usciti il Sud Africa e la Danimarca. Sono intervenute modificazioni anche nei pesi (vedi nota 21) e nella entità di ciascuna delle sedici valute (vedi nota 22). Le cifre indicate nelle note corrispondono alla composizione del paniere; in questa sua versione rivista; mentre sono riprodotte in parentesi le cifre dell'antica composizione adottata il 1° luglio 1974 e rimasta invariata sino al luglio 1978.

Nei confronti dei diritti speciali di prelievo sono stati adottati ulteriori provvedimenti nel periodo più recente. Con decisione del dicembre 1978, il Fondo monetario internazionale è stato autorizzato a emettere ulteriori 12 miliardi di DSP nel triennio 1979-81, con un ritmo di 4 miliardi annui. Con questo secondo ciclo di emissioni, l'ammontare complessivo di questo nuovo mezzo della liquidità internazionale è pari a 21,4 miliardi. Di essi, 15,9 miliardi sono detenuti a riserva dai paesi membri, mentre 5,5 miliardi sono riaffluiti al Fondo, in pagamento di interessi, o rimborso prestiti, o versamenti collegati all'ulteriore aumento generale delle quote.

Con decorrenza dal 1° gennaio 1981, la composizione del paniere ha poi subito una drastica trasformazione, in quanto le valute che le

²³ Unicamente per motivi pratici, ma senza che questo implichi alcuno status speciale per il dollaro, il Fondo (data la possibilità di disporre più sollecitamente dei cambi tra le sedici valute incluse nel paniere e il dollaro) calcolava dapprima il cambio del DSP in termini di dollaro; successivamente desunse i cambi del DSP in termini delle valute di tutti i membri.

I rapporti tra diritto speciale di prelievo, dollaro e lira italiana - nel periodo considerato - sono stati i seguenti:

Sino agli accordi smithsoniani della fine 1971: 1 DSP = 1 dollaro USA = 625 lire.

Dagli accordi smithsoniani alla seconda svalutazione del dollaro del febbraio 1973: 1 DSP = 1,08571 dollari = 631,3 lire.

Dalla seconda svalutazione del dollaro al 28 giugno 1974: 1 DSP = 1,20 dollari = 778,80 lire. Al 31 dicembre 1974: 1 DSP = 1,22 dollari = 759,1 lire. Al 15 agosto 1975: 1 DSP = 1,18 dollari = 795 lire; 31 gennaio 1980 1 DSP = 1,31 dollari = 1062 lire; 16 agosto 1983: 1 DSP = 1,05 dollari = 1667 lire. Le quotazioni dei DSP sono pubblicate sull'IMF Survey.

compongono sono state ridotte a cinque, e precisamente quelle elencate (con i pesi e le quantità delle valute nazionali degli attuali componenti) nella tabella 16.1. I paesi sono stati scelti in quanto hanno registrato le maggiori esportazioni di beni e servizi nel periodo 1975-79. L'intento dichiarato della riforma è quello di rendere i DSP maggiormente concorrenziali, rispetto agli altri strumenti di riserva, in modo da indurre i paesi con rilevanti eccedenze valutarie a investire una più apprezzabile quota in DSP. La riduzione dei paesi considerati nel paniere renderà anche più agevole il computo degli interessi corrisposti, che sono stati aumentati, e lo saranno periodicamente in relazione all'andamento dei tassi del mercato finanziario. Inoltre, gli obblighi di "ricostituzione" (vedi p. 322), che erano stati ridotti dal 30 al 15 per cento nel gennaio 1979, sono stati aboliti del tutto (maggio 1981), eliminando l'ambiguità iniziale del DSP che rappresenta ora una effettiva moneta internazionale. La maggiore attrattiva dei DSP, anche in questa nuova veste, rimane peraltro problematica, in quanto il rendimento dei DSP, malgrado il periodico adeguamento dei tassi di interessi corrisposti ai detentori, è meno competitivo rispetto a quello di altre attività finanziarie.

Il sistema del "paniere di valute" è stato seguito anche per la creazione (nell'aprile 1975) di una nuova unità di conto europea (UCE), da usarsi nei conti interni della Comunità e, gradualmente, nei rapporti esterni. Il valore della nuova unità di conto è stato fissato in dollari 1,20635 con riferimento alla data del 28 giugno 1974. Si è assicurata in tal modo la corrispondenza con il valore del diritto speciale di prelievo, al momento in cui la sua quotazione è stata legata al paniere di valute dell'epoca. La partecipazione delle nove monete che compongono l'unità di conto europea è stata stabilita in base alla media del prodotto nazionale lordo e del commercio intercomunitario di

Tabella 16.1 Paniere di valute del DSP dal 1° gennaio 1981

Moneta	Peso	Quantità di valuta nazionale
Dollaro USA	42,0	0,54
Marco tedesco	19,0	0,46
Franco francese	13,0	0,74
Yen giapponese	13,0	34
Sterlina inglese	13,0	0,071

La composizione del paniere e i pesi formeranno, di norma, oggetto di revisioni quinquennali.

ciascun paese nel periodo 1969-73. I pesi e la composizione dell'unità di conto europea sono indicati nella tabella 16.2.

Il valore del "paniere" e delle singole monete componenti viene pubblicato giornalmente, a cura della Comunità. Malgrado la somiglianza con il diritto speciale di prelievo, occorre tener presente che, nel "paniere" originario in base al quale è stata stabilita la quotazione di quest'ultimo, le valute *non* europee avevano un peso del 55 per cento (di cui il 33 per cento relativo al dollaro). Si comprende

Tabella 16.2 Composizione dell'unità di conto europea

Moneta	Peso (per cento)	Unità di monete nazionali
Marco tedesco	27,3	0,828
Sterlina inglese	17,5	0,0885
Franco francese	19,5	1,15
Lira italiana	14,0	109
Fiorino olandese	9,0	0,286
Franco belga	7,9	3,66
Franco lussemburghese	0,3	0,14
Corona danese	3,0	0,217
Sterlina irlandese	1,5	0,00759

quindi che la Comunità, anziché adottare puramente e semplicemente il diritto speciale di prelievo, abbia desiderato dar vita a una unità di conto autonoma, destinata a riflettere l'evoluzione economica e monetaria nei paesi della Comunità stessa.

8. L'intervento del Fondo di fronte ai nuovi squilibri dei pagamenti internazionali

Tra i problemi che il Fondo monetario si è trovato a prendere in considerazione con immediatezza, per la loro urgenza che ha scavalcato le esigenze stesse di una riforma organica, rientra quello dell'apporto che il Fondo avrebbe potuto fornire, per concorrere al finanziamento degli accentuati squilibri delle bilance dei pagamenti originati dal forte rincaro dei prodotti petroliferi (vedi Izzo e Spaventa, 1974; e, sui problemi della crisi energetica in generale, Tiliacos, 1974).

In relazione a questo rincaro, è venuta sviluppandosi tutta una computistica del disavanzo petrolifero (*oil arithmetic*) che attesta quale uso scarsamente meditato possa farsi delle estrapolazioni, quando

manchi il necessario senso critico. Le stime iniziali sull'ammontare complessivo del surplus che i paesi petroliferi avrebbero accumulato al 1980 (e che avrebbe a fronte, ovviamente, un corrispondente disavanzo dei paesi importatori) sono variate da 650 miliardi di dollari (fonte Banca mondiale) a 300 miliardi (fonte OCSE). Il divario (già sufficientemente indicativo dei limiti delle nostre facoltà di previsione anche per il medio periodo) suscita ulteriori perplessità, se si riflette alla non giustificata sottovalutazione degli effetti di sostituzione e di innovazione tecnologica che potranno verificarsi anche in un arco di tempo non troppo prolungato.

Non si intende, ovviamente, sottovalutare in alcun modo la gravità della crisi delle fonti di energia in generale, anche perché sia la loro disponibilità sia il loro relativo basso costo rientrano tra le cose che le collettività si abituano, a volte, a dar per scontato, senza rendersi esattamente conto della fondamentale precarietà di determinati assetti produttivi. Quello che si intende dire è che, allorché i problemi economici vengono presentati in termini di "intrattabilità", come è accaduto inizialmente per il rincaro del prezzo del petrolio, si apre la strada a una strumentalizzazione politica che può giungere persino a prospettare la soluzione irrazionale del conflitto armato, come mezzo di pressione nei confronti dei produttori.

L'aspetto che più direttamente qui ci interessa è quello del finanziamento degli ingenti disavanzi della maggior parte dei paesi importatori di petrolio. Anche in tal caso, nell'esame dei modi in cui le eccedenze valutarie dei paesi produttori potessero rifluire come finanziamento ai paesi deficitari ("riciclaggio") si sono spesso prospettate soluzioni fantasiose, più che realistiche. È stato, ad esempio, posto in evidenza da un economista di valore (H. B. Chenery) che un surplus al 1980 di 300 miliardi di dollari, da parte dei paesi petroliferi, ove fosse convertito in investimenti diretti nei paesi importatori, avrebbe comportato una partecipazione negli investimenti fissi dei paesi stessi non superiore al 2 per cento: tale, cioè, da non creare preoccupazioni circa l'eventuale perdita di controllo delle imprese in cui tale partecipazione si verificasse. Il fatto è che, come non si è tardato a costatare, le acquisizioni finanziarie dei paesi petroliferi creditori non si distribuiscono in modo uniforme né tra i vari paesi consumatori di petrolio, né tra i vari settori produttivi. Da un lato, i paesi oggetto di investimenti esteri petroliferi si preoccupano quando gli investimenti si concentrano in particolari settori produttivi, per il timore appunto di perderne il controllo. Dall'altro lato, i paesi verso i quali sembrano dirigersi di prefe-

renza gli investimenti esteri petroliferi (e si tratta, a volte, di paesi con avanzi, anziché con disavanzi di bilancia dei pagamenti) non si dimostrano disposti ad assistere i paesi industriali in posizione più debole, senza pesanti interferenze nella loro politica economica. In concreto, poi, gli investimenti sono stati inizialmente effettuati in impieghi con elevato grado di liquidità.

In realtà, di fronte al susseguirsi delle eccedenze petrolifere e al persistere delle posizioni deficitarie dei paesi sottosviluppati non petroliferi (tab. 13.5), il contributo al superamento dei connessi squilibri di bilancia dei pagamenti da parte del Fondo monetario internazionale si può considerare che sia stato inizialmente piuttosto modesto. Il Fondo ha bensì costituito speciali facilitazioni di credito in favore dei paesi in difficoltà per i loro disavanzi petroliferi (denominati, in gergo, "sportelli petroliferi" e istituiti con modalità varie a partire dal 1974). Ma, oltre alla esiguità degli importi complessivamente disponibili (ottenuti con limitati importi "riciclati" dai paesi eccedentari e con mezzi propri del Fondo), il ricorso del Fondo stesso è stato reso arduo anche dalle condizioni alle quali viene subordinata la concessione dei prestiti; condizioni che, essendo negli ultimi tempi largamente influenzate dalle concezioni dette "monetariste" (vedi p. 219), si traducono in "raccomandazioni" di politiche deflazionistiche (riduzione della spesa pubblica), o di contenimento degli aumenti salariali. Di fronte a condizioni del genere, che i paesi interessati sono "invitati" ad accettare mediante le cosiddette "lettere di intenti", non soltanto si sono manifestate aspre controversie sul piano della politica economica interna (in quanto le indicate condizioni riflettono una concezione unilaterale e discorsibile delle cause dei processi inflazionistici); ma i paesi in difficoltà hanno preferito far ricorso a prestatori meno vessatori.²⁴ In effetti, nell'anno finanziario chiuso il 30 aprile 1978, il Fondo registrava una riduzione netta di credito accordato (una prevalenza, cioè, di rimborsi) per un ammontare pari a due miliardi di diritti speciali di prelievo.

Il 1978 chiude una prima fase degli aumenti dei prezzi dei prodotti petroliferi. Dopo l'urto della quadruplicazione dei prezzi intervenuta nel 1973-74, gli incrementi del prezzo internazionale in dollari del petrolio erano stati abbastanza limitati tra il 1974 e il 1978 (raggiungendo, globalmente, il 30 per cento); nel contempo, le eccedenze valuta-

²⁴ Vedi F. Caffè, *Su alcune trasformazioni recenti del Fondo monetario internazionale*, Comunità int., N. 4 (1978).

rie dei paesi fornitori di petrolio si erano venute riducendo, anche in conseguenza degli aumenti di prezzo dei prodotti industriali, venduti ai paesi petroliferi a "prezzi amministrati" accresciuti. Durante questa fase, alla modesta azione di "riciclaggio" dei mezzi valutari petroliferi realizzata per tramite del Fondo, fece riscontro un energico intervento delle banche e delle istituzioni finanziarie operanti sul mercato delle eurovalute (vedi p. 326).

I prestiti forniti da questo mercato non solo hanno contribuito al finanziamento dei disavanzi di bilancia dei pagamenti, ma hanno consentito, in quel periodo, un sensibile rafforzamento delle riserve lorde dei paesi sottosviluppati non petroliferi. I prestiti esteri forniti dalle banche commerciali sono infatti passati da circa 170 miliardi di dollari nel 1974 a circa 800 miliardi di dollari agli inizi degli anni ottanta.

Tale "soluzione di mercato" ha ricevuto valutazioni discordi: da un lato, l'intervento delle istituzioni bancarie e finanziarie ha verosimilmente contribuito ad evitare un notevole declino del commercio mondiale e un'intensificarsi di misure protezionistiche commerciali e valutarie (già in vario modo utilizzate in forme più o meno mascherate, non escluso lo spostamento delle attività produttive nei cosiddetti "paesi di nuova industrializzazione", con abbondanza di forza lavoro a basso costo). Dall'altro lato, la forte concentrazione dei prestiti in un numero limitato di paesi sottosviluppati ha indotto a un rinnovato dibattito sul funzionamento del mercato dell'eurodollaro e sulle possibilità di assoggettarne l'espansione a forme di controllo stabilite in sede internazionale (ad esempio, imposizione di riserve obbligatorie, analogamente a quanto avviene sul piano interno, vedi p. 121). Sinora, peraltro, il problema rimane aperto e le opinioni sono ben lontane da un accordo sulle forme tecniche che dovrebbero assumere questi controlli di cui, in linea di principio, si riconosce la desiderabilità.

Intanto, a partire dai primi mesi del 1979, si verificava una seconda fase di aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi, connessa anche con la caduta della produzione in Iran. Questa fase ha però avuto caratteri differenti rispetto alla prima. Da un lato, gli squilibri di bilancia dei pagamenti si sono ripartiti tra i paesi acquirenti in forme meno sperequate. Dall'altro, vi è stato un più rapido adeguamento dei prezzi interni dell'energia a quello internazionale del greggio, in considerazione

Tabella 16.3

Paesi in via di sviluppo: finanziamento del disavanzo di parte corrente 1974-1981 (in miliardi di dollari)

	1974-75		1976-79		1980-81		1974-81	
Disavanzo corrente*	83,5		158,4		185,2		427,1	
Incremento delle riserve ufficiali	-1,2		53,3		-2,5		49,6	
Totale	82,3	100,0	211,7	100,0	182,7	100,0	476,7	100,0
Finanziato da:								
- Aiuti netti	24,7	30,0	67,1	31,7	50,4	27,6	142,2	29,8
- Capitali a lunga ufficiali netti	20,8	25,3	53,0	25,1	40,7	22,3	114,5	24,0
- Capitali a lunga privati netti	25,4	30,9	74,4	35,1	60,7	33,2	160,5	33,7
- Altri**	11,4	13,8	17,2	8,1	30,9	16,9	59,5	12,5
di cui:								
- Finanziamenti netti da FMI	3,5	4,3	4,9	2,3	16,0	8,8	24,4	5,1

(*) Esclusi i trasferimenti ufficiali.

(**) Include, oltre ai capitali a breve termine, gli errori ed omissioni.

Fonti: FMI [Tratto da L. Dini: *Problemi finanziari dell'economia mondiale*, Banca (1982) p. 980.]

settore energetico, squilibrio da ridurre anche con l'intensificato ricorso a fonti alternative. Infine, con riguardo particolare all'oggetto del presente paragrafo, il Fondo monetario internazionale ha cercato, in forme varie, di intensificare il suo appoggio ai paesi deficitari. In particolare, sono state introdotte modificazioni significative nella politica di prestito da parte del Fondo. Sulla base delle nuove quote dei membri, dopo la loro settima revisione, i paesi in difficoltà nella bilancia dei pagamenti potranno avere accesso alle risorse del Fondo nella misura annua del 150 per cento delle quote stesse, con un limite del 450 per cento nell'arco di tre anni. Ove i paesi siano già beneficiari di prestiti ancora in essere, il limite *cumulativo massimo* potrà raggiungere il 600 per cento delle nuove quote. Per poter far fronte a questa più attiva politica di prestiti, il Fondo fa affidamento su ulteriori revisioni delle quote, sul ricorso a prestiti da parte dei membri con ingenti eccedenze valutarie, e anche sull'eventuale ricorso ai mercati finanziari. Nel maggio 1981, il Fondo ha ottenuto dalle Banche centrali o altre Agenzie ufficiali di tredici paesi membri, che includono l'Italia, un prestito equivalente a 1,1 miliardi di DSP per la durata di due anni. In realtà, questa più energica politica di prestito, che non intende peraltro attenuarne la "condizionalità", incontra ostacoli nei mezzi di cui il Fondo dispone, rispetto agli ammontari attuali degli squilibri di bilancia dei pagamenti. Il rapporto tra le quote del Fondo e l'ammontare complessivo delle importazioni mondiali è passato dal 12 per cento nel 1965 al 4 per cento nel 1981.

La tabella 16.3 illustra le fonti alle quali i paesi sottosviluppati hanno fatto ricorso, nel periodo 1974-81, per il finanziamento del disavanzo di parte corrente delle bilance dei pagamenti. L'accumulazione dell'indebitamento internazionale verso le banche private costituisce uno degli aspetti più preoccupanti della situazione finanziaria mondiale.

9. Il secondo emendamento dello Statuto del Fondo monetario internazionale

Si è già indicato (vedi p. 346) che il secondo emendamento delle disposizioni statutarie del Fondo monetario internazionale è entrato ufficialmente in vigore il 1° aprile 1978, in base agli accordi raggiunti a Giamaica nel gennaio 1976. In realtà, i criteri di riforma del sistema monetario internazionale allora concordati hanno avuto applicazione nello stesso 1976 e nel corso del 1977, di modo che il completamento

delle procedure di ratifica ha avuto un carattere meramente formale. I punti caratterizzanti del nuovo assetto, che doveva tener conto delle situazioni di fatto prevalse dopo la dichiarazione di inconvertibilità del dollaro (vedi p. 331), riguardavano:

- l'eliminazione dell'oro come base delle parità monetarie e come unità di misura dei diritti speciali di prelievo;
- l'abolizione del prezzo ufficiale dell'oro;
- l'abolizione dell'obbligo, da parte dei paesi membri, di effettuare versamenti in oro al Fondo, in occasione di aumento delle quote o di pagamento di interessi sui prestiti ricevuti;
- autorizzazione al Fondo a dar corso a un programma quadriennale di aste intese a vendere, a prezzi di mercato, un sesto (pari a 25 milioni di oncie) delle sue disponibilità auree. (Le plusvalenze emergenti, rispetto all'antica valutazione di 35 dollari per oncia, avrebbero alimentato un fondo fiduciario (*trust fund*), da utilizzarsi per la concessione di prestiti a condizioni di favore ai paesi in difficoltà nei loro conti con l'estero. Nello svolgimento concreto delle aste, si sono resi necessari particolari accorgimenti tecnici sia per scoraggiare aspettative di ribasso dei prezzi (che avrebbero ridotto le plusvalenze); sia per non contribuire alla tumultuosa erraticità prevalsa, negli anni recenti, nel prezzo dell'oro;
- autorizzazione al Fondo a restituire un altro sesto delle sue disponibilità auree, all'antico prezzo, ai paesi membri, in proporzione delle rispettive quote e con pagamento in valuta nazionale.

Queste misure costituivano il concretamento dell'obiettivo degli Stati Uniti di pervenire alla "banalizzazione dell'oro", ossia all'eliminazione del suo ruolo come fondamento del sistema monetario internazionale. Nel contempo, la monetizzazione dell'oro determinava anche un accrescimento delle possibilità operative del Fondo, cui contribuiva altresì la decisione di procedere a due successivi aumenti delle quote (vedi p. 311).

Per quanto concerne i tassi di cambio, viene riconosciuta ai membri *la libertà di scelta del sistema di fluttuazione preferito*; con l'obbligo, peraltro, di cooperare con il Fondo per il mantenimento di condizioni che evitino movimenti dei cambi di carattere erratico e perturbatore. A maggior ragione, i membri devono astenersi di manovrare il cambio per fini di politica commerciale, ossia per favorire le proprie esportazioni. In linea di principio, non viene escluso, ove le condizioni generali lo consentano, il ritorno a un sistema di parità "stabili, ma aggiustabili": l'esistenza delle condizioni idonee al ripristino di un simile siste-

ma richiede, comunque, l'approvazione con una maggioranza pari all'85 per cento del potere di voto.

Sono state inoltre introdotte, in attuazione del secondo emendamento, varie modificazioni per facilitare l'impiego dei diritti speciali di prelievo, per estenderne il mercato, per renderne più conveniente l'impiego come attività da includere nella composizione dei portafogli. Ciò ha determinato la possibilità di effettuare transazioni in diritti speciali di prelievo senza la necessità di una preventiva decisione del Fondo; la possibilità di estendere il loro uso anche tra operatori diversi dalle banche centrali; la modificazione dell'insieme dei titoli ai cui rendimenti viene correlato l'interesse corrisposto sui diritti speciali di prelievo, in modo da rendere più conveniente la loro conservazione in eccesso sulle assegnazioni. Ulteriori modificazioni dei DSP, incluse la variazione del "paniere" e l'eliminazione degli obblighi di "ricostituzione" sono state indicate in precedenza (vedi p. 349) per convenienza espositiva; anche se, cronologicamente, sono diventate operative dopo l'approvazione del secondo emendamento e con decisioni specifiche. L'intento ultimo di queste frequenti riconsiderazioni delle caratteristiche dei diritti speciali di prelievo è quello di farne la principale attività di riserva del sistema monetario internazionale. La realtà attuale è ancora lontana da una situazione che renda tali strumenti di riserva "genuinamente attraenti per un'ampia gamma di impieghi, sulla base della capacità di conservare nel tempo il loro valore reale" (Sacchetti, 1979, p. 444). Il riferimento a un paniere di valute non ha impedito, infatti, che i diritti speciali di prelievo, nei dieci anni della loro esistenza, abbiano perduto una quota considerevole del loro potere di acquisto, in relazione ai processi inflazionistici sperimentati dai paesi compresi nel paniere.

Indipendentemente da difficoltà di carattere tecnico, è la limitata attrattiva che presentano tuttora i diritti speciali di prelievo a rendere non agevole la prospettata costituzione di "un conto di sostituzione", gestito dal Fondo e presso il quale potrebbero essere scambiate disponibili in dollari ritenute esuberanti da parte dei loro detentori ufficiali nell'altra attività di riserva, costituita appunto dai diritti speciali di prelievo.

La proposta, che formalmente è tuttora in fase di studio, a motivo di varie difficoltà che si manifestano nella sua realizzazione tecnica, *riacquista o perde attualità, a seconda delle fasi di debolezza o di rafforzamento che si succedono nelle quotazioni del dollaro* e sulle quali dovremo ancora soffermarci (vedi p. 368).

Quanto ai menzionati "poteri di sorveglianza" del Fondo, con riguardo alle fluttuazioni dei cambi, essi si concreterebbero in procedure di consultazione nei riguardi dei paesi il cui comportamento non fosse conforme all'obiettivo di "promuovere la stabilità, agendo sulle condizioni economiche e finanziarie di fondo e contribuendo a creare un sistema monetario che non produca sconvolgimenti erratici".

Si tratterà di verificare in pratica in qual modo il perseguimento di questo obiettivo non si risolva, come di frequente è accaduto, in un atteggiamento di tolleranza verso i paesi forti e di pressione verso i paesi deboli.

10. Il Sistema monetario europeo

Sono state esaminate in precedenza (vedi p. 342) le argomentazioni avanzate da economisti e da banchieri centrali in tema della dibattuta preferibilità tra cambi fissi e cambi flessibili, o fluttuanti. Si è anche posto in evidenza che l'affermarsi della flessibilità (spesso "amministrata") delle fluttuazioni dei tassi di cambio è stato il risultato di uno stato di necessità, anziché di una libera scelta. D'altra parte, la decisione, adottata nell'aprile 1972, di stabilire una *fluttuazione congiunta* tra i paesi comunitari rifletteva bensì l'obiettivo politico di un collegamento più stretto tra le monete comunitarie; ma non era stato accompagnato da un coordinamento delle politiche economiche interne capace di rendere efficace il prospettato collegamento. Inoltre, pur essendo previste forme di assistenza finanziaria in favore dei paesi in difficoltà e con tassi di inflazione più elevati, il sostegno che ne derivava non era privo sia di limiti piuttosto ristretti (con riguardo all'ammontare e alla durata), sia di pesanti condizionamenti politici.

Dopo la seconda crisi del dollaro, agli inizi del 1973, il "serpente" comunitario divenne liberamente fluttuante nei confronti di detta moneta, abbandonando l'antico margine del 4,50 per cento (vedi p. 339). Venne quindi meno anche una politica concordata nei confronti del dollaro, rispetto al quale le monete comunitarie adottarono comportamenti diversificati, accrescendo le tensioni interne del "serpente". Con l'abbandono della fluttuazione congiunta anche da parte del franco francese, nel marzo 1976 (che faceva seguito a un primo abbandono avvenuto nel gennaio 1974 e a un tentativo di rientro compiuto nel luglio 1975, verosimilmente per motivi di prestigio e rivelatosi insostenibile), appariva chiaro che il "serpente" veniva di fatto a identificarsi con un'area dominata dal marco tedesco e formata dai paesi vicini alla

Germania (Olanda, Belgio, Lussemburgo) strettamente legati all'economia tedesca da intense relazioni commerciali, ma che, peraltro, costituiva il 45 per cento circa del complessivo prodotto nazionale lordo della Comunità.

Tra il 1977 e il 1978, soprattutto per impulso franco-tedesco, furono compiuti nuovi tentativi per assicurare condizioni più ordinate nei tassi di cambio tra le monete comunitarie. Il passo decisivo venne compiuto con la risoluzione del Consiglio europeo, adottata a Bruxelles il 5 dicembre 1978: veniva ufficialmente decisa l'istituzione del Sistema monetario europeo (SME), con l'obiettivo di realizzare tra i paesi partecipanti una cooperazione in grado di assicurare "una zona di stabilità monetaria europea". Il Sistema monetario europeo è diventato operante il 13 marzo 1979: le monete partecipanti fluttuano entro margini del 2,25 per cento su entrambi i lati dei tassi centrali bilaterali, con l'eccezione della lira italiana per la quale è stato consentito un margine di oscillazione del 6 per cento su entrambi i lati dei tassi centrali. La sterlina, pur avendo accettato in linea di principio di far parte del sistema, ha mantenuto la facoltà di fluttuare liberamente, sino a quando non deciderà di assumere i vincoli prestabiliti di fluttuazione. Del resto, l'intero Sistema avrebbe dovuto assumere un aspetto definitivo solo dopo due anni dall'entrata in vigore con la prevista creazione di un Fondo monetario europeo, destinato a unificare le forme di assistenza finanziaria reciproca ora operanti.

Gli elementi costitutivi dello SME possono così delininarsi.

Base del Sistema è l'unità monetaria europea, denominata scudo (ECU, dalle iniziali in inglese *European Currency Unit*). Il paniere di valute che compongono lo scudo è identico a quello della preesistente Unità di conto europea (vedi tab. 16.2, p. 350); lo scudo costituisce il "cardine" dello SME nel senso che *ciascun paese si impegna a comunicare il tasso centrale della propria moneta in termini di scudi*.

Il valore dello scudo, espresso nelle singole monete comunitarie, si modifica con il variare dei rapporti di cambio tra i paesi partecipanti. Queste variazioni influiscono anche sui pesi delle singole monete incluse nel paniere. Come può rilevarsi dalla tabella 16.4, la struttura originaria dei pesi si è modificata nel corso del successivo quinquennio, per effetto delle variazioni intervenute nei rapporti di cambio delle monete costitutive del paniere. Per il futuro, è previsto che i pesi delle monete nel paniere dovranno essere rivisti ad intervalli di cinque anni o, a richiesta, qualora il peso di una moneta sia mutato del 25 per cento.

Tabella 16.4

Composizione dello scudo, tassi centrali, soglia di divergenza

Monete	Scudo		Tassi centrali dello scudo**	Soglia di divergenza (%)
	Quantità	Pesi (%)*		
		a b		
Lira	109	14,0 9,5	1148,15	4,07
Marco	0,828	27,3 33,0	2,51064	1,13
Franco belga	3,66	7,9 9,3	39,4582	1,53
Franco francese	1,15	19,3 19,8	5,79831	1,35
Franco lussemburghese	0,14	0,3 0,3	39,4582	1,53
Fiorino olandese	0,286	9,0 10,5	2,72077	1,51
Sterlina inglese***	(0,0885)	17,3 (13,3)	(0,663247)	(1,46)
Sterlina irlandese	0,00759	1,5 1,2	0,662638	1,67
Corona danese	0,217	3,0 3,1	7,08592	1,64

(*) (a) Secondo l'antica Unità di conto europea.

(b) Al momento dell'entrata in vigore del Sistema monetario europeo, il 13 marzo 1979.

(**) In unità monetarie nazionali.

(***) Per memoria.

Le monete dei paesi partecipanti allo SME hanno, dunque, una parità centrale rispetto allo scudo. L'insieme delle parità centrali serve a determinare la cosiddetta "griglia" delle parità centrali bilaterali (cioè tra ciascuna moneta e le altre partecipanti al Sistema). Ed è rispetto alle parità centrali bilaterali che sono fissati i limiti di fluttuazione del 2,25 per cento in più o in meno, salvo per la lira che dispone di limiti del 6 per cento in più o in meno.

Quando una moneta raggiunge il suo limite bilaterale di intervento superiore o inferiore nei confronti di un'altra moneta, le banche centrali devono intervenire perché i limiti non siano superati. (La tabella 16.5 indica i punti di intervento obbligatori al momento dell'entrata in vigore dello SME.) Si tratta di un complesso di regole del tutto analoghe a quelle a suo tempo previste per il "serpente" comunitario. Lo SME dispone, peraltro, di un congegno aggiuntivo, costituito dalla soglia o "indicatore" di divergenza. Basata sullo scudo, questa soglia individua le monete il cui corso di cambio evolve in maniera differente rispetto alla "media comunitaria". Per ciascuna moneta, la soglia di divergenza è fissata al 75 per cento dello scarto massimo, tenendo

Tabella 16.5: Punti di intervento obbligatori (in unità monetarie nazionali) all'atto dell'entrata in vigore dello SME

Monete	Marco	Franco francese	Fiorino	Franco belga	Lira	Corona danese	Sterlina irlandese
1 Marco		2,2581 2,3621	1,05960 1,10835	15,3665 16,0740	430,698 485,576	2,75960 2,88660	0,238060 0,269937
10 Franchi francesi	4,23350 4,42850		4,58800 4,79900	66,5375 69,6000	1864,900 2102,520	11,94900 12,49850	1,117390 1,168810
1 Fiorino	0,90225 0,94375	2,0838 2,1796		14,1800 14,8325	397,434 448,074	2,54645 2,66365	0,238130 0,249089
100 Franchi belgi	6,22100 6,50800	14,3680 15,0290	6,74200 7,05200		2740,440 3089,610	17,55850 18,36650	1,641980 1,717550
1000 Lire	2,05900 2,32200	4,7560 5,3620	2,23175 2,51600	32,3650 36,4900		5,81300 6,55300	0,543545 0,612801
10 Corone danesi	3,46450 3,62350	8,0010 8,3690	3,75425 3,92700	54,4450 56,9500	1326,050 1720,450		0,914343 0,956424
1 Sterlina irlandese	3,70500 3,87500	8,5555 8,9495	4,01450 4,19950	58,2225 60,9020	1631,850 1839,780	10,45550 10,93650	

anche conto del peso assegnato a ciascun paese nello scudo.²⁵ Questo congegno rappresenta un correttivo al fatto che, nel funzionamento del "serpente", mentre le monete forti sono state sempre in grado di rimanere nel sistema, le monete deboli ne sono state espulse.

La soglia di divergenza, con la tempestiva segnalazione della moneta deviante, intende concettualmente porre rimedio a questa asimmetria.

Dall'esame della tabella 16.4, è agevole rilevare che la percentuale indicativa della soglia di divergenza è piuttosto esigua per il paese con maggior peso (marco tedesco). Allorché una moneta superi la soglia di divergenza sorge la presunzione che le autorità del paese "deviante" rispetto alla media siano tenute ad adottare misure correttive mediante interventi sul mercato dei cambi; misure di politica economica interna nella sfera monetaria e fiscale; eventuale cambiamento del tasso centrale. Peraltro, il superamento della soglia di divergenza non determina obblighi tassativi, da parte del paese deviante, ma comporta obblighi di consultazione nel quadro di una "concertazione tra le banche centrali". A parte il tecnicismo, tutto questo fa comprendere quanto sia difficile stabilire una simmetria di responsabilità tra paesi in posizione forte e paesi in posizione debole.

Per facilitare gli interventi sul mercato dei cambi nelle monete comunitarie e per venire incontro ai paesi in difficoltà sono previste facilitazioni di credito a brevissimo, a breve e a medio termine. Le facilitazioni di credito a brevissimo termine sono concesse da ogni banca centrale dei paesi partecipanti alle altre banche centrali, senza limitazioni di importo, ma con termini di scadenza ravvicinati (45°

²⁵ Per una determinata moneta, la soglia di divergenza si ottiene moltiplicando la percentuale consentita di oscillazione (2,25) per la percentuale assunta come indicatore di divergenza (0,75) per la differenza tra il complesso dei pesi e il peso della moneta considerata. In formula $2,25 \times 0,75 \times (1 - P_a)$, ove P_a indica il peso della moneta cui il calcolo si riferisce. Un ulteriore correttivo è reso necessario, affinché le monete con un margine ristretto (2,25 per cento) non siano spinte verso la soglia di divergenza per il solo fatto che la lira può oscillare sino al 6 per cento e la sterlina può oscillare illimitatamente. In tal caso la formula è $(\% - 2,25) \times p.L.$ ove $\%$ è la maggiore variazione del cambio della lira rispetto alla fascia ristretta e $p.L.$ è il peso della lira italiana nello scudo. Per queste informazioni, qui esposte in termini meno specialistici, si veda l'illustrazione del Sistema monetario europeo, contenuta nell'Appendice alla Relazione della Banca d'Italia sull'anno 1978 (Roma 1979) pp. 151-56, nonché in *Economia europea*, N. 12 (luglio 1982) p. 77. In pratica, sono stati riscontrati alcuni inconvenienti tecnici nel funzionamento della soglia di divergenza, che hanno formato oggetto di studi specialistici (Masera, 1980; Spaventa, 1982). Per questo, sono stati proposti opportuni adattamenti tecnici.

giorno dopo la fine del mese in cui è avvenuto l'intervento, salvo condizionate possibilità di proroga).

Il sostegno monetario a breve termine e il concorso finanziario a medio termine si avvalgono di meccanismi operativi già esistenti nell'ambito comunitario per l'aiuto reciproco tra i paesi partecipanti. L'importo dell'assistenza finanziaria è stato, peraltro, elevato dai precedenti 10 miliardi a 25 miliardi di scudi, di cui 14 miliardi per il sostegno monetario a breve termine (stabilito in tre mesi, rinnovabile al massimo due volte); e 11 miliardi per il concorso finanziario a medio termine (stabilito in due-cinque anni e condizionato all'adozione di misure congrue al ripristino dell'equilibrio interno ed esterno).

Al termine del periodo transitorio, è prevista, come si è detto, la creazione di un Fondo monetario europeo che, oltre a sostituirsi agli esistenti meccanismi di assistenza reciproca, mirerà alla piena utilizzazione degli scudi "quale elemento di riserva e mezzo di regolamento". Il Fondo europeo dovrà basarsi su un'adeguata legislazione a livello tanto comunitario, quanto nazionale.

Frattanto, un quantitativo iniziale di scudi è stato fornito utilizzando il Fondo europeo di cooperazione monetaria, esistente nell'ambito comunitario. Sono stati, cioè, creati circa 23 miliardi di scudi, in contropartita del trasferimento al detto Fondo del 20 per cento delle disponibilità in oro e del 20 per cento delle disponibilità lorde in dollari detenuti dalle banche centrali dei paesi partecipanti. Non esistendo ancora una legislazione che autorizzi questi trasferimenti, essi assumono la forma di riporti (*swap*) rinnovabili ogni tre mesi.²⁶ Le attività in scudi create con queste operazioni di *swap* possono modificarsi in occasione dei rinnovi trimestrali, sia a motivo di cambiamenti intervenuti nelle disponibilità in oro e dollari, sia a motivo di variazioni del valore in scudi dell'oro e del dollaro. Gli scudi in tal modo creati trovano principalmente impiego nei regolamenti tra le banche centrali dei paesi partecipanti, in relazione agli interventi effettuati sul mercato dei cambi (tab. 16.6).

Questi complessi meccanismi di ingegneria finanziaria si sono pro-

²⁶ Ai fini delle operazioni di *swap*, il valore dell'oro è determinato in base alla media delle quotazioni, convertite in ECU, dei sei mesi precedenti, o, se inferiore, in base alla quotazione del penultimo giorno lavorativo di questo periodo; il valore del dollaro viene stabilito in base al tasso di cambio in termini di ECU. Le disposizioni cautelative circa il prezzo dell'oro sono un riflesso evidente della grande variabilità che si manifesta sul relativo mercato.

Tabella 16.6 Creazione di ECU

Mese di inizio dello swap	Attività conferite al FECoM		Tasso di conversione		ECU conferite dal FECoM (miliardi)		
	Oro (milioni di oncie) ¹	Dollari (miliardi) ²	ECU per 1 oncia d'oro ³	ECU per 1 dollaro ⁴	contro oro	contro dollari	Totale
1979: luglio ⁵	85,3	15,9	185	0,73	15,8	11,6	27,4
ottobre	85,3	16,0	211	0,70	18,0	11,3	29,3
1980: gennaio	85,5	15,5	259	0,69	22,2	10,7	32,9
aprile	85,6	14,4	370	0,77	31,7	11,1	42,8
luglio	85,6	13,7	419	0,70	35,9	9,6	45,5
ottobre	85,6	13,9	425	0,71	36,4	9,9	46,3
1981: gennaio	85,6	14,5	447	0,75	38,3	10,9	49,2
aprile	85,7	14,2	440	0,84	37,7	12,0	49,7
luglio	85,7	12,7	406	0,97	34,8	12,3	47,1
ottobre	85,7	11,5	402	0,91	34,5	10,5	45,0
1982: gennaio	85,7	11,7	368	0,92	31,5	10,8	42,3

¹ 20 per cento delle riserve in oro detenute dalle banche centrali partecipanti.

² 20 per cento delle riserve in dollari detenute dalle banche centrali partecipanti.

³ Media dei prezzi, convertita in ECU, registrati giornalmente ai due fixing di Londra nei sei mesi precedenti o, se inferiore, nel penultimo giorno lavorativo del periodo.

⁴ Tasso di mercato registrato due giorni lavorativi prima della data di inizio dello swap.

⁵ In questo mese è stato effettuato il primo swap col FECoM da parte della Banca d'Inghilterra, seguito a quelli effettuati in marzo e aprile 1979 da tutte le altre banche centrali partecipanti.

Fonte: FECoM (Fondo europeo di cooperazione monetaria). [Tratto dall'Appendice alla Relazione della Banca d'Italia per il 1981 (Roma 1982) p. 157.]

posti non soltanto, come negli intenti dichiarati, di realizzare una maggiore stabilità nel regime dei cambi nell'ambito comunitario; ma altresì, almeno in prospettiva, di realizzare una maggiore omogeneità nelle politiche e nei risultati economici, soprattutto mediante una attenuazione dei divari tra i tassi di inflazione nei paesi partecipanti.

11. Il funzionamento iniziale del Sistema monetario europeo

L'entrata in vigore del Sistema monetario europeo (avvenuta, come si ricorderà, nel marzo 1979) prevedeva due scadenze: una verifica, da effettuarsi dopo sei mesi dall'inizio del funzionamento, per accertare l'eventuale necessità di adattamenti delle parità centrali e dei pesi attribuiti alle varie valute; il passaggio, dopo due anni di funzionamento, dalla fase transitoria a una fase istituzionale. Questa avrebbe comportato la creazione del Fondo monetario europeo (vedi p. 363), nel quale sarebbero stati consolidati gli esistenti meccanismi di facilitazioni creditizie. La prima scadenza semestrale non ha comportato variazioni, in quanto si è giudicato che gli accordi di cambio nell'ambito dello SME avessero dato una prova nel complesso soddisfacente. La seconda scadenza non ha portato alla creazione del Fondo, ma a una proroga del periodo di transizione per ulteriori due anni. Si è mantenuto, pertanto, il meccanismo dei riporti trimestrali tra le banche centrali partecipanti e i preesistenti organismi di cooperazione monetaria della Comunità economica europea. Gli studi per la costituzione del Fondo si erano orientati verso tre possibilità: farne un meccanismo prevalentemente di regolamentazione contabile dell'insieme delle agevolazioni creditizie previsto; o farne un organismo analogo al Fondo monetario internazionale, ricalandone su un ambito più ristretto la struttura di possibile fonte di liquidità; o farne il fondamento originario di una effettiva Banca centrale europea. Si tratta di prospettive legate agli sviluppi della cooperazione comunitaria nei suoi termini generali, inclusi un più effettivo coordinamento delle politiche economiche dei singoli paesi e un più efficace intervento, ai fini dell'attenuazione dei divari di sviluppo regionali. È comprensibile, quindi, che sia sembrata prematura la scelta tra le soluzioni prospettate, che continuano a formare oggetto di studio.

Dal punto di vista più strettamente funzionale, la tendenza di alcune valute ad avviarsi verso i limiti estremi dei margini bilaterali di fluttuazione ha reso necessarie operazioni di riallineamento (cioè, in concreto, di modificazione) delle parità centrali. Questi riallineamenti,

previsti dalle disposizioni costitutive dello SME, sono espressione di una insufficiente convergenza delle politiche economiche nei paesi partecipanti; il che trova l'espressione più vistosa nei divari sensibili del tasso di inflazione nei vari paesi e nella diversità delle condizioni, eccedentarie o deficitarie, delle bilance dei pagamenti. Dal 1979 al 1983 si sono avuti vari riallineamenti, i cui effetti sulle singole valute sono sintetizzati nella tabella 16.7.

Sebbene queste variazioni delle parità centrali siano state abitualmente accompagnate da valutazioni allarmate e da moniti a "mettere la casa in ordine", esse costituiscono il procedimento normale di operare di un accordo sui tassi di cambio, che non va di certo interpretato come un impegno a mantenere immutate le parità "costi quel che costi". L'aggravamento del ristagno e della disoccupazione sarebbero modi ben gravi per realizzare una convergenza degli andamenti economici. La possibilità di riallineamenti futuri è quindi agevolmente prevedibile, soprattutto per la circostanza che il Sistema monetario europeo risente anche delle tensioni originate dai rapporti delle valute comunitarie con le valute di altri paesi terzi e, in particolare, con il dollaro. In special modo, i rapporti tra marco tedesco e dollaro assumono una rilevanza condizionante per l'intero sistema. L'opportunità di un atteggiamento concordato delle valute partecipanti allo SME nei confronti del dollaro è stata ripetutamente discussa, in varie sedi, ma senza condurre a decisioni idonee a evitare l'autonomia dei comportamenti dei singoli paesi partecipanti rispetto al dollaro. D'altra parte, le rilevanti inversioni di tendenza verificatesi nelle quotazioni internazionali del dollaro hanno determinato tensioni di imprevista gravità. Rispetto al punto più basso della sua fase di declino, nel 1978, il dollaro risultava apprezzato di circa il 50 per cento verso la fine del 1982 e il rialzo è continuato nel 1983, con punte in ascesa e in ripiegamento che — è stato affermato da una fonte autorevole (*World Financial Markets*, luglio 1983) — provocano pesanti riflessi sulle strategie imprenditoriali, sulla gestione economica e anche sulle relazioni politiche dei più importanti paesi. Sia le ragioni che gli effetti di questo andamento hanno formato oggetto di contrastanti valutazioni, le quali hanno investito la realtà odierna dei cambi flessibili e su cui sembra utile soffermarsi.

Tabella 16.7 Riallineamenti delle parità centrali nello SME

Voci	Marco tedesco	Franco francese	Lira italiana	Corona danese	Franco belga	Fiorino olandese	Sterlina irlandese	Lira sterlina***
Riallineamenti: *								
24 settembre 1979	+ 2			- 3				
30 novembre 1979				- 4,8				
23 marzo 1981			- 6					
5 ottobre 1981	+ 5,5	- 3	- 3					+ 22,7
22 febbraio 1982						+ 5,5		- 9,9
14 giugno 1982	+ 4,25	- 5,75	- 2,75	- 3	- 8,5			+ 8,3
22 marzo 1983	+ 5,5	- 2,5	- 2,5	+ 2,5	+ 1,5	+ 3,5	- 3,5	- 10,3
Parità centrali dell'ECU								
al 13 marzo 1979	2,51064	5,79831	1 148,15	7,08592	39,4582	2,72077	0,662638	0,663247
al 22 marzo 1983	2,21515	6,79271	1 386,78	8,04412	44,3662	2,49587	0,717050	0,629848
Apprezzamento o deprezzamento delle singole valute in termini di ECU**								
inclusa valuta nazionale	13,34	- 14,64	- 17,21	- 11,91	- 11,06	9,01	- 7,59	5,30
esclusa valuta nazionale	21,30	- 17,62	- 18,68	- 12,24	- 12,09	10,18	- 7,67	6,17

(*) Date di entrata in vigore delle nuove parità. Le variazioni percentuali indicate sono quelle dei comunicati ministeriali e si riferiscono alle parità centrali bilaterali, e non alle parità in ECU.

(**) Rispetto alla data di inizio dello SME.

(***) Variazioni delle parità centrali "nozionali" della sterlina inglese ("nozionali" in quanto tale valuta non è vincolata al rispetto dei margini di fluttuazione). Il riallineamento di tali parità si effettua qualora la sterlina si trovi all'esterno della banda ristretta (2,25 per cento) il giorno precedente il riallineamento. In questo caso le nuove parità centrali "nozionali" vengono calcolate sulla base del cambio del giorno precedente il riallineamento. In caso contrario la sterlina mantiene le vecchie parità centrali.

Fonte: Relazione della Banca d'Italia per il 1982 (Roma 1983) p. 19.

Il sistema monetario europeo (SME)

1. Profilo istituzionale

La crisi dovuta alla dichiarazione unilaterale di inconvertibilità del dollaro (agosto 1971) e la volontà di conservare i vantaggi connessi ad un sistema di cambi stabili spiegano l'istituzione avvenuta nell'aprile 1972 del "serpente monetario europeo".

I paesi della Comunità concordavano di dar vita a un sistema di fluttuazione congiunta delle divise comunitarie nei confronti del dollaro all'interno dei margini di $\pm 2,25\%$ concordati a livello internazionale con gli accordi smithsoniani del dicembre 1971. Ai fini di accentuare i vantaggi del sistema di cambi sostanzialmente fissi e con l'obiettivo di muoversi verso l'integrazione delle politiche monetarie, le possibilità di oscillazione dei reciproci tassi di cambio fra le divise comunitarie venivano dimezzate ($\pm 1,125\%$).

Lo shock petrolifero del 1973, i diversi andamenti delle economie dei paesi comunitari, la forte variabilità del cambio del dollaro misero però ben presto in crisi il serpente.

Dal secondo serpente (1973), meno rigido, rimasero fuori Regno Unito, Irlanda e Italia. Nel 1974 ne uscì la Francia (che vi rientrò l'anno successivo, per uscirne definitivamente nel 1976).

Facendo seguito alle discussioni di Copenhagen dell'aprile 1978, nel luglio 1978 a Brema la presidenza del Consiglio europeo formulava il piano di creazione di una zona di stabilità monetaria basata sulle necessarie revisioni del "serpente" che favorissero una maggiore cooperazione monetaria.

Il sistema monetario europeo dopo i necessari incontri tra i ministri finanziari della CEE è stato istituito così con una risoluzione del Consiglio (5.12.1978), è entrato in vigore il 1.1.1979 ed è divenuto operante il 13 marzo 1979.

Differenza fondamentale tra il vecchio serpente e lo SME è che in quest'ultimo è affidata non più al dollaro, ma all'unità di conto europea, cioè all'ECU, la specifica funzione di denominatore comune per la determinazione dei tassi di cambio reciproci tra i paesi della Comunità.

Inoltre l'ECU costituisce il mezzo di regolazione contabile fra le autorità monetarie della Comunità ed il denominatore per le operazioni relative ai meccanismi comunitari d'intervento e di credito.

Infine l'ECU fornisce la base di un indicatore di divergenza che rappresenta l'altra fondamentale novità del sistema monetario: l'allontanamento del corso di una valuta dalla media delle altre equivale a presunzione di intervento dell'autorità monetaria della divisa divergente.

L'accordo sulla creazione dello SME prevede altresì il passaggio a breve termine (entro il 1981, ma il termine è tuttora disatteso) alla "seconda fase", con la creazione del Fondo monetario europeo che sostituirà l'attuale Fondo per la cooperazione monetaria (FECOM).

Per l'ingresso nello SME ciascun paese partecipante ha dovuto versare al FECOM il 20% delle sue disponibilità in oro e il 20% delle riserve lorde in dollari, ricevendone in cambio un equivalente valore di ECU. Il trasferimento diverrà definitiva solo con la creazione del FME. Ogni 3 mesi si procede a una verifica delle posizioni di riserva di ciascuno Stato.

Anche il Regno Unito e la Grecia fanno parte del sistema e la loro divisa concorre a determinare il paniere dell'ECU: essi non partecipano però agli accordi di cambio e quindi il corso della rispettiva divisa può oscillare liberamente, sempre nell'ambito dei vigenti accordi internazionali.

2. Funzionamento.

Il Sistema monetario riproduce essenzialmente quello del serpente per quanto riguarda la "griglia delle parità": su di questa però viene innescato il nuovo meccanismo dell'indicatore di divergenza che fa scattare la presunzione di intervento dell'Autorità monetaria del paese interessato.

Entrambi questi sistemi ruotano attorno all'ECU.

Il valore di conto è dato dalla somma di quantità fisse di monete comunitarie ponderate secondo un certo parametro (*).

(*) I pesi assegnati alle varie monete sono la risultante di calcoli attinenti al prodotto nazionale lordo, al commercio intercomunitario ecc. e devono essere moltiplicati per il tasso di cambio della divisa rispetto al diritto speciale di prelievo al 1974. Per la lira il peso, fissato al 14%, venne moltiplicato per 778,571. Il risultato fu 109.

Analogamente si procedette per le altre monete, cosicché 1 ECU risultò la somma di 0,828 marchi tedeschi, 0,0885 lire sterline, 1,15 franchi francesi, 109 lire italiane, 0,286 fiorini olandesi, 3,66 franchi belgi, 0,14 franchi lussemburghesi, 0,217 corone danesi, 0,00759 sterline irlandesi.

Dopo la revisione quinquennale avvenuta il 17.9.1984 (anche per tener conto dell'ingresso della dracma) la composizione dell'ECU è la seguente: 0,719 marchi tedeschi, 0,0878 lire sterline, 1,31 franchi francesi, 140 lire italiane, 0,256 fiorini olandesi, 3,71 franchi belgi, 0,14 franchi lussemburghesi, 0,219 corone danesi, 0,00871 sterline irlandesi, 1,15 dracme greche.

Il tasso di cambio tra l'ECU e le singole divise è dato dalla somma dei controvalori, espressi in tale moneta, degli importi di ciascuna componente il paniere ECU. Questa operazione determina la parità centrale di ciascuna moneta. Il rapporto di cambio bilaterale tra due monete si ottiene dividendo le due parità centrali.

La matrice che contiene le parità bilaterali è denominata "griglia delle parità". Nella griglia sono riportati anche i margini di oscillazione consentiti attorno alla parità che possono essere di $\pm 2,25\%$ e, in casi eccezionali, di $\pm 6\%$. Di questa possibilità usufruisce l'Italia sin dalla entrata in vigore dello SME.

La lira sterlina e la dracma, non partecipando agli accordi di cambio possono oscillare liberamente.

Le parità centrali mutano soltanto a seguito della speciale procedura comunitaria di "riallineamento".

Dal 1979 ad oggi si è avuta una serie di riallineamenti, ultimo dei quali, quello dello scorso 12 gennaio 1987.

La nuova griglia delle parità e i nuovi punti di intervento obbligatorio dopo l'ultimo riallineamento sono i seguenti:

Tabella 2 — Parità centrali delle monete dello SME (1)
(griglia di parità in vigore dal 12 gennaio 1987)

		Amsterdam in HFL	Bruxelles in BFR/LFR	Francoforte in DM	Copenaghen in DKR	Dubino in IRL	Parigi in FF	Roma in LIT
100 HFL	+ 2,25 %		1 872,15	90,770	346,24	33,8868	304,44	67 912,0
	parità centrale	100	1 830,54	88,7526	338,537	33,1293	297,661	63 963,1
	- 2,25 %		1 789,85	86,780	331,02	32,3939	291,04	60 241,0
100 BFR/ LFR	+ 2,25 %	5,5870		4,959	18,9143	1,8510	16,6310	3 710,2
	parità centrale	5,46286	100	4,84837	18,4938	1,80981	16,2608	3 494,21
	- 2,25 %	5,3415		4,740	18,0831	1,7695	15,8990	3 290,9
100 DM	+ 2,25 %	112,673	2 109,50		390,16	38,1825	343,05	76 540,0
	parità centrale	110,1675	2 062,55	100	381,443	37,3281	335,386	72 069,9
	- 2,25 %		2 016,55		373,00	36,4964	327,92	67 865,0
100 DKR	+ 2,25 %	30,21	553,0	26,810		10,0087	89,925	20 062,0
	parità centrale	29,5389	540,723	26,2162	100	9,78604	87,9257	18 894,0
	- 2,25 %	28,8825	528,70	25,630		9,56830	85,97	17 794,0
1 IRL	+ 2,25 %	3,0870	56,5115	2,740	10,4511		9,1890	2 050,03
	parità centrale	3,01848	55,2545	2,67894	10,2186	1	8,98480	1 930,71
	- 2,25 %	2,9510	54,025	2,619	9,9913		8,7850	1 818,34
100 FF	+ 2,25 %	34,36	628,97	30,495	116,32	11,3830		22 817,0
	parità centrale	33,5953	614,977	29,8164	113,732	11,1299	100	21 488,6
	- 2,25 %	32,8475	601,295	29,150	111,20	10,8825		20 238,0
1 000 LIT	+ 6 %	1,660	30,387	1,4735	5,620	0,549952	4,9410	
	parità centrale	1,56340	28,6187	1,38754	5,29268	0,517943	4,65362	1 000
	- 6 %	1,4725	26,953	1,3065	4,985	0,487799	4,3830	
1 ECU	parità centrale	2,31943	42,4582	2,05853	7,85212	0,768411	6,90403	1 483,58

(1) La sterlina britannica (UKL) e la dracma (DR) non partecipano al meccanismo di cambio dello SME. Le loro parità centrali hanno soltanto un valore teorico che è il seguente: 0,739615 UKL e 150,792 DR. Boll. CE 5-1963, punto 2.1.3; Boll. CE 9-1964, punto 2.1.4; Boll. CE 6-1965, punto 2.1.7.

Al fine di individuare in modo univoco la moneta deviante è stato messo a punto il meccanismo dell'indicatore di divergenza.

Si tratta di stabilire il corso di una divisa in termini di ECU. Poiché infatti quest'ultimo è la somma dei controvalori di tutte le altre espressi in termini di quella divisa si potrà così avere una misurazione simultanea del deprezzamento o apprezzamento della divisa interessata. Calcolata la percentuale massima di divergenza in più o in meno che il corso dell'ECU può raggiungere in termini di una certa moneta, tenuto conto di tutte le parità bilaterali e delle ponderazioni (scarto massimo di divergenza) se ne misura il 75% che corrisponde, appunto alla soglia critica di divergenza (indicatore di divergenza).

Il raggiungimento della soglia fa scattare la presunzione di intervento da parte dell'Autorità monetaria del paese interessato: non si tratta di obbligo tassativo di intervento, ma, appunto, di presunzione. Ciò che è obbligatorio al momento del superamento della soglia è la consultazione tra le banche centrali./

A seguito dell'accordo del settembre 1987 tra i ministri finanziari della Comunità, sulla base delle proposte elaborate dai Governatori delle banche centrali sono state disposte alcune modifiche al sistema degli interventi correttivi, che si sostanziano in una ancora maggiore collaborazione fra le autorità monetarie dei vari paesi e nella più precisa definizione delle possibilità di intervento correttivo informarginale demandate alle banche centrali. Pur escludendosi automatismi nel finanziamento mediante credito a brevissimo termine (v. successivo punto 3) si è prevista la possibilità di concordare finanziamenti comprensivi al paese debitore nelle misure massime del doppio della quota di debito prevista dal meccanismo del sostegno monetario a breve (v. punto 3) essendo il paese debitore disponibile a privarsi di riserve della valuta nella quale ottiene il finanziamento fermo restando il diritto del paese creditore a richiedere il rimborso nella propria valuta alla luce della sua situazione valutaria e tenuto conto della situazione del paese debitore.

Il paese deviante comunque porrà mano a interventi sui mercati dei cambi, a misure interne di politica monetaria e/o di politica economica, avanzando, se del caso, richieste di riallineamento (svalutazione o rivalutazione). *

(*) Per calcolare la soglia di divergenza si fissano innanzitutto il limite massimo e il limite minimo che il corso dell'ECU può raggiungere nei confronti del corso centrale di ciascuna moneta. Per questa operazione è necessario considerare il peso della moneta all'interno del paniere e i margini di fluttuazione ad essa consentiti.

Nel meccanismo dell'indicatore di divergenza una oscillazione dell'ECU in termini della moneta in questione equivale ad una oscillazione di tutte le altre monete nei confronti di quella data, nella stessa direzione. Cioè, stante la composizione fissa del paniere e fermi i corsi centrali bloccati, un apprezzamento dell'ECU nei confronti di una certa valuta equivale all'apprezzamento di tutte le altre (per la precisione l'apprezzamento dell'ECU sarà leggermente ridotto poichè all'interno del paniere c'è la stessa moneta in questione il cui cambio non subisce variazioni). Qui scatta il discorso dei pesi: più il peso di una moneta è rilevante all'interno del paniere più il corso dell'ECU sarà influenzato dalle variazioni di essa e meno da quelle delle altre divise in termini della prima, e viceversa. Il peso di una valuta ai fini dell'indicatore di divergenza è dato dal rapporto fra la quantità di essa che entra nel paniere e il controvalore dell' ECU espresso in termini di tale valuta.

Il divario massimo di ogni divisa sarà quindi dato dalla seguente formula: $\Delta = \psi \times (1-p)$, dove ψ è il margine di fluttuazione consentito e p il peso della moneta nel paniere.

Poichè la soglia di divergenza è il 75% del divario massimo, sarà $\Sigma = \psi \times 0,75 \times (1-p)$. Pertanto, poichè il margine della lira è del 6% e il peso di 0,094 (numero delle lire nell'ECU/valore in lire dell'ECU = 140/1.496,21), la soglia di divergenza sarà $\Sigma = 6 \times 0,75 \times (1 - 0,094) = 4,5 \times 0,906 = 4,077$.

Un apprezzamento/deprezzamento della lira di 4,077% nei confronti dell'ECU farebbe scattare la presunzione di interventi correttivi.

3. Il sistema creditizio dello SME.

Secondo gli accordi del 1979 rivisti nel settembre 1987 il FECOM può concedere ai singoli paesi sostegni creditizi in termini di ECU. Il sistema si articola in:

I) Facilitazioni di Credito a brevissimo termine (FCBT)

Lo scopo di queste facilitazioni è quello di conseguire gli interventi nell'ambito comunitario attraverso lo strumento ECU. Di norma la restituzione del prestito che può essere, in prima istanza, di qualsiasi ammontare deve avvenire entro tre mesi e mezzo dalla data di emissione. Esiste, tuttavia, la possibilità di un rinnovo del finanziamento per un periodo massimo di tre mesi. In questo caso vi è un tetto massimo al rinnovo pari al doppio della quota di debito del meccanismo del sostegno monetario a breve (v. punto III). I finanziamenti sono effettuati dalle Banche centrali e dalle Banche commerciali riconosciute, e si concretizzano in una vendita di monete comunitarie contro accreditamenti in ECU presso il FECOM. La conversione delle monete in ECU viene effettuata ai tassi di cambio correnti; così come pure i tassi d'interesse, sia attivi che passivi, vengono fissati secondo la media dei tassi centrali di sconto, allo stesso tempo, del peso delle singole valute.

II) Creazione di conti in ECU contro fornitura di valuta ed operazioni di credito a brevissimo termine.

E' questo il mezzo attraverso il quale si voleva regolare il flusso dei debiti contratti nelle FCBT. Si tratta di accordi "Swap" rinnovabili a patto che ciascuna Banca centrale mantenga almeno il 20% delle proprie riserve presso il FECOM. E' utile ricordare che la Risoluzione di Bruxelles prevedeva che uno stato membro non aderente agli Accordi europei di Cambio, e che quindi non può usufruire dei FCBT, può comunque aderire al meccanismo di creazione di depositi in ECU contro apporto valutario (v. il caso della Gran Bretagna).

III) Sostegno Monetario a breve termine (SMBT)

Nato con gli accordi fra Banche Centrali il 9 febbraio 1970 è stato successivamente ampliato (gennaio 1973) con l'ingresso di tre nuovi membri nella CEE. Ancora ampliato ed emendato nel marzo 1974 e febbraio 1977 e non rivisto negli accordi del settembre 1987, si concretizza in un aiuto finanziario per il finanziamento

dei deficit di bilancio temporanei, su decisione del Comitato dei Governatori della CEE. Previsti per una durata di tre mesi, possono tuttavia essere prorogati fino al termine di nove mesi al massimo. Il meccanismo di credito si attua tenendo conto simultaneamente delle posizioni debitorie e creditorie delle singole Banche centrali, assegnando un flusso di credito doppio dell'ammontare del debito, più la metà di una quota fissa (Ralonge). I fondi disponibili ammontano a 14 miliardi di ECU.

IV) Concorso finanziario a medio termine (CFMT)

Meccanismo istituito con la decisione del Consiglio CEE del 22 marzo 1971. Emendato e più volte ampliato, ha trovato definitiva connotazione dopo la decisione del 21 dicembre 1978 del Consiglio, che ne ha fissato i massimali ad un totale di 2 miliardi di ECU. Si concretizza in una concessione di credito a medio termine (2-5 anni) ai Paesi comunitari che si trovino in difficoltà per riportare in pareggio la propria bilancia dei pagamenti. In via generale uno Stato non può ottenere più del 50% del totale dei massimali previsti. Viene concesso su decisione del Consiglio in quanto, diversamente dai SMT e CFMT sono soggetti a regole di condizionalità. Ogni Stato, dunque, deve adottare precise misure interne volte al riequilibrio economico e sottoporle al Consiglio che fissa l'importo e le condizioni di credito, nonché la durata del credito stesso ed i tassi d'interesse da corrispondere per esso. Il versamento dei fondi concessi viene fatto per quote successive, così che il versamento di una quota successiva ad un'altra è subordinato ai risultati ottenuti rispetto agli obiettivi di politica economica fissati. Al finanziamento provvedono proporzionalmente tutti gli Stati creditori partecipanti agli Accordi Europei di Cambio; tuttavia, qualora uno Stato facesse presente al Consiglio di trovarsi in una condizione tale da non poter finanziare gli altri partners comunitari, potrebbe ottenere una sorta di esonero. Può anche accadere che si verifichi, su decisione del Consiglio, una mobilitazione del credito del paese che si trovi in difficoltà. Sia nel primo che nel secondo caso, il Comitato monetario provvede a esaminare la condizione economica dello Stato membro interessato. In caso di sensibile miglioramento delle condizioni economiche, il Consiglio, preventivamente informato dal suddetto Comitato, può reinserire il Paese nelle procedure di concorso finanziario. Ove vengano meno le condizioni per la concessione dei CFMT, il Consiglio può pronunciarsi per un rimborso anticipato delle quote ottenute.

V) Bonifico SME: Abbuoni d'interesse sui prestiti comunitari nel quadro dello SME

E' una misura volta a rafforzare le economie dei paesi meno prosperi che aderiscono in maniera completa allo SME (Reg. 1736/79/CEE). In particolare vengono ad essere beneficiati l'Italia e l'Irlanda (Dec. 691/79/CEE) che possono ottenere tre punti di abbuono sui prestiti della BEI e del NSC, volti essenzialmente al finanziamento di progetti d'infrastruttura.

4. La situazione dell'ECU all'interno dei singoli paesi.

Negli accordi di Bruxelles del dicembre 1978 fu previsto l'utilizzo illimitato dell'ECU come attività di riserva e come mezzo di pagamento: in prospettiva, con la creazione del FME l'ECU sarebbe sempre più diventato valuta comune della CEE.

A prescindere dal fatto che ove si volesse effettivamente creare un fondo monetario europeo il Trattato di Roma andrebbe modificato non attribuendo esso alla Comunità alcun potere in politica monetaria, molte resistenze nella stessa Comunità non lasciano intravedere un ampliamento del ruolo limitato dell'ECU "ufficiale" come mezzo di regolamento tra le banche centrali dei paesi dello SME e di finanziamento a brevissimo termine, oltre che come perno centrale del funzionamento del sistema. La strada che porta alla trasformazione dell'ECU in valuta di riserva europea e internazionale come il dollaro o il marco è lunga.

Innanzitutto il Regno Unito e la sterlina e la Grecia e la dracma non partecipano agli accordi di cambio (lasciando da parte Spagna e Portogallo appena entrati); inoltre l'Italia appare restia a rientrare nella fascia di oscillazione ristretta, e ciò non viene visto di buon occhio dagli altri paesi. La Germania federale è molto cauta rispetto ad un ampliamento del ruolo dell'ECU anche perché il marco è già (e sempre di più) valuta di riserva internazionale.

A fianco all'ECU ufficiale si è però venuto sviluppando un ECU privato che ha acquisito sempre maggiore popolarità sui mercati finanziari.

Di recente la Germania federale (come anche la Spagna) ha abolito le restrizioni sull'uso privato dell'ECU dando il suo implicito riconoscimento al mercato parallelo dell'ECU.

Prima di parlare brevemente di questo fenomeno è però opportuno soffermarsi sullo status dell'ECU nei singoli paesi della CEE (escludendo per ora Spagna e Portogallo). Il diverso atteggiamento dei paesi comunitari è sintetizzato nel seguente quadro sinottico.

Per quanto concerne la regolamentazione nazionale, insomma, si va dalla posizione più favorevole rappresentata dall'Italia e dal Belgio, ma anche dalla Francia, paesi nei quali l'ECU è riconosciuto, come valuta internazionale (in Italia: valuta di conto valutario) e normale mezzo di regolazione finanziaria, ufficialmente quotato in borsa, a quella della Repubblica federale di Germania, che è meno favorevole poiché l'ECU non è riconosciuto come normale valuta internazionale e non è quotato ufficialmente. Per i tedeschi l'ECU - anche se ne viene ormai consentito l'uso privato e quindi, anche, l'uso per transazioni internazionali fra privati - non può essere considerata valuta poiché non vi è una istituzione bancaria che la crei, ne regoli la circolazione e ne curi la stabilità.

Fatto sta che soprattutto in seguito alle emissioni in ECU sottoscritte in Italia e Francia nel 1985 il mercato bancario in tale valuta dopo 3 anni di ascesa continua è risultato il quinto per consistenza con una percentuale del 2,5% assai vicina a quella dello yen (2,8%; le prime tre valute sono il dollaro, il marco e il franco svizzero).

Anche sul mercato dei cambi la presenza dell'ECU ha avuto notevole sviluppo sia sul fronte delle transazioni interbancarie che su quello delle regolazioni commerciali. L'ECU è attualmente quotato ufficialmente ad Amsterdam, Atene, Bruxelles, Copenhagen, Lisbona, Milano, Oslo, Parigi e Roma.

Al dicembre 1985 le giacenze nette di ECU privati delle banche centrali comunitarie ammontavano al 2% delle giacenze valutarie in moneta straniera. Un terzo di questi ECU erano detenuti dall'Italia dove rappresentavano il 5% del totale delle riserve valutarie espresse in moneta straniera.

Sme: parità centrali, quotazioni di fine mese e pesi effettivi



Valuta	Quantità	Parità centrali	Quotazioni di fine mese (1988)			Pesi centrali (1)	Pesi di mercato (1988)		
			Gennaio	Febbraio	Marzo		Gennaio	Febbraio	Marzo
Dm	0.719	2.05853	2.06518	2.06544	2.07475	34.93	34.82	34.81	34.65
Ffr	1.31	6.90403	6.98232	6.99375	7.03537	18.97	18.82	18.73	18.62
Hfr	0.256	2.31943	2.31930	2.31885	2.32885	11.04	11.04	11.04	10.99
Lit	140	1483.58	1520.82	1522.21	1539.01	9.44	9.21	9.20	9.10
Bfr	3.85	42.4584	43.1559	43.1585	43.4196	9.07	8.92	8.92	8.87
Dkr	0.219	7.85212	7.90910	7.89169	7.95477	2.79	2.77	2.78	2.75
IPunt	0.00871	0.768411	0.77677	0.775191	0.775682	1.13	1.12	1.12	1.12
Stg	0.0878	0.739615	0.695875	0.690965	0.695109	11.87	12.62	12.71	13.20
Gdra	1.150	150.792	184.547	185.534	186.193	0.76	0.70	0.69	0.69

(1) I pesi centrali sono calcolati come rapporto tra quantità di ogni valuta e sua parità centrale con l'Ecu.
Fonte: Ecu Newsletter su dati Commissione Cee.

Tassi di cambio a termine dell'Ecu



		US\$	Yen	Dm	Sfr	Stg	Ffr	Lfr
29 Gennaio 1988	Spot	1.231	156.97	2.085	1.682	0.696	6.962	1520.8
	1-mese	1.232	156.78	2.080	1.678	0.697	6.972	1526.0
	3-mese	1.233	156.18	2.050	1.664	0.701	6.986	1536.7
	6-mese	1.234	155.15	2.033	1.648	0.705	7.028	1553.1
	12-mese	1.238	153.14	2.001	1.619	0.715	7.102	1583.6
29 febbraio 1988	Spot	1.224	157.55	2.065	1.700	0.691	6.994	1522.2
	1-mese	1.225	157.33	2.061	1.694	0.693	7.000	1527.2
	3-mese	1.226	156.77	2.051	1.681	0.696	7.021	1538.4
	6-mese	1.227	155.83	2.034	1.664	0.702	7.053	1553.6
	12-mese	1.230	153.81	2.002	1.633	0.713	7.107	1586.5
31 Marzo 1988	Spot	1.252	155.22	2.075	1.709	0.685	7.035	1539.0
	1-mese	1.252	154.93	2.070	1.703	0.686	7.044	1544.6
	3-mese	1.253	154.29	2.059	1.690	0.689	7.089	1556.6
	6-mese	1.255	153.35	2.043	1.672	0.672	7.098	1573.4
	12-mese	1.261	151.43	2.011	1.640	0.680	7.180	1609.2

Fonte: Elaborazione su dati Cee e Financial Times. Media Bid-offer.

Tassi di cambio dell'Ecu (unità di valuta per 1 Ecu. Medie annuali e mensili e dati di fine settimane)



	Dm	Fr	Lit	Hfl	Bfr	Dkr	Lkl	Irl	Dra	Pea
1979	2.51095	5.82948	1138.44	2.74861	40.1633	7.20701	0.646428	0.688478		91.992
1980	2.52421	5.86896	1189.21	2.76027	40.5980	7.82736	0.598488	0.675897	58.418	99.702
1981	2.51390	6.03993	1263.18	2.77519	41.2947	7.92256	0.553111	0.691021	61.623	102.676
1982	2.37599	6.43117	1323.78	2.61391	44.7116	8.15687	0.580455	0.689605	65.342	107.558
1983	2.27053	6.77078	1349.92	2.53720	45.4380	8.13189	0.587014	0.714956	78.088	127.503
1984	2.23811	6.87166	1381.38	2.52335	45.4421	8.14648	0.580628	0.725942	88.415	126.569
1985	2.22632	6.79503	1447.99	2.51101	44.9137	8.01877	0.588977	0.715168	105.739	129.135
1986	2.12818	6.79976	1461.84	2.40089	43.8007	7.93565	0.671542	0.733525	137.424	137.424
1987	2.07151	6.92914	1494.89	2.33417	43.0412	7.88501	0.704586	0.775449	156.275	142.154
04/87	2.07747	6.91868	1482.08	2.34389	43.0457	7.83099	0.703822	0.777423	152.918	145.614
05/87	2.07652	6.93947	1499.70	2.34023	43.0613	7.81162	0.696103	0.776215	154.762	145.378
06/87	2.07477	6.92874	1501.44	2.33711	43.0146	7.81273	0.700039	0.774584	155.393	144.062
07/87	2.07626	6.91271	1502.80	2.33783	43.0534	7.87787	0.698384	0.774874	156.444	142.602
08/87	2.07348	6.92144	1501.98	2.33585	43.0611	7.95023	0.698723	0.775117	157.210	140.209
09/87	2.07474	6.92754	1499.73	2.33528	43.0897	7.99245	0.696019	0.775881	158.518	138.852
10/87	2.07520	6.93368	1500.39	2.33506	43.2081	7.97168	0.693330	0.774811	159.838	136.584
11/87	2.06273	7.00653	1520.00	2.32143	43.1654	7.95900	0.690698	0.775897	162.301	138.783
12/87	2.06351	6.99592	1520.86	2.32193	43.1814	7.95511	0.691061	0.776453	163.507	139.825
01/88	2.06545	6.97147	1518.98	2.32084	43.1876	7.93137	0.693743	0.693743	164.621	140.242
02/88	2.06569	6.97891	1521.14	2.31942	43.1964	7.89805	0.692667	0.692667	165.021	139.293
03/88	2.07087	7.02774	1531.89	2.32565	43.3184	7.92882	0.674299	0.674299	165.849	138.806
08/01/88	2.06563	6.97810	1517.87	2.32204	43.2279	7.93998	0.692418	0.692418	164.078	140.745
15/01/88	2.06459	6.97946	1519.18	2.31910	43.1848	7.93420	0.693635	0.693635	164.939	140.362
22/01/88	2.06680	6.96558	1518.23	2.32198	43.1887	7.93550	0.693214	0.693214	164.620	139.707
29/01/88	2.06518	6.96232	1520.82	2.31930	43.1559	7.90910	0.695975	0.695975	164.547	140.170
05/02/88	2.06546	6.97605	1520.52	2.31937	43.2065	7.89203	0.693525	0.693525	164.716	138.654
12/02/88	2.06460	6.98125	1521.72	2.31846	43.2090	7.89994	0.693205	0.693205	164.743	139.747
19/02/88	2.06538	6.98353	1520.87	2.31892	43.2125	7.88781	0.692407	0.692407	165.255	139.004
26/02/88	2.06639	6.98987	1522.48	2.31981	43.1807	7.89311	0.690028	0.690028	165.531	139.541
04/03/88	2.06692	6.99048	1522.53	2.32004	43.1847	7.89780	0.689312	0.689312	165.268	138.591
11/03/88	2.06824	7.04671	1535.99	2.32554	43.3217	7.91290	0.672711	0.672711	166.452	139.625
18/03/88	2.07200	7.03562	1533.22	2.32750	43.3253	7.94093	0.670808	0.670808	165.870	138.986
25/03/88	2.07076	7.02990	1532.24	2.32613	43.3515	7.93144	0.673287	0.673287	165.580	138.244
3										
Variaz. % nel trim.	0.28	0.69	1.08	0.07	0.43	-0.43	-2.77	-0.34	1.04	-1.35
Variaz. % nell'anno	-0.30	1.71	3.61	-0.85	0.76	1.52	-4.74	-0.32	8.62	-5.46
I valori negativi (positivi) indicano apprezzamento (deprezzamento)										
Scarto quadratico medio										
nel trim.	0.29	2.67	5.84	0.30	0.66	2.21	9.21	1.03	6.10	0.71
nell'anno	0.56	3.91	13.84	0.87	0.92	6.27	7.49	1.32	42.97	2.86

Fonte: Ecu Newsletter su dati della Commissione Cee

APPENDICE 13

ELENCO DELLE PUBBLICAZIONI UFFICIALI DI CARATTERE ECONOMICO

Titolo della pubblicazione	Periodicità	Contenuto
BANCA D'ITALIA Assemblea generale ordinaria dei partecipanti. Relazione del governatore	annuale (maggio)	Esce nella seconda parte dell'anno e riguarda l'anno precedente. Contiene la relazione del governatore, divisa in quattro sezioni: I - l'economia internazionale; II - l'economia italiana (formazione del reddito ed evoluzione congiunturale; bilancia dei pagamenti-finanza pubblica; mercati monetari e finanziari; vigilanza sul sistema creditizio); III - considerazioni finali (in fascicolo separato); IV - l'amministrazione e il bilancio della Banca d'Italia (che contiene a sua volta un'appendice, in volume separato, con tavole statistiche, note metodologiche, aspetti istituzionali, legislazione, glossario, siglario e indici analitici).
BANCA D'ITALIA Bollettino economico	semestrale	Esposizione dei dati congiunturali relativi a: economia internazionale, nazionale, bilancia dei pagamenti, finanza pubblica, mercati finanziari e monetari, affiancata dall'analisi delle prospettive a breve termine e delle politiche economiche seguite, o in corso. In <i>appendice</i> si riportano serie statistiche riguardanti: a) congiuntura estera; b) congiuntura interna; c) moneta, credito e tassi di interesse. Infine i principali provvedimenti di politica economica.
BANCA D'ITALIA Bollettino statistico	semestrale	Tavole illustrative di dati riguardanti: 1) base monetaria - Banca d'Italia - ufficio italiano cambi; 2) aziende di credito e istituti di categoria; 3) istituti di credito speciale; 4) sistema creditizio: dati centrali dei rischi; 5) mercato finanziario; 6) bilancia dei pagamenti; 7) finanze pubbliche; 8) conti finanziari. In <i>appendice: Note metodologiche</i> (illustrano discorsivamente le tavole offrendone la chiave di lettura) e <i>Principali provvedimenti</i> di politica economica dell'anno in corso.
BANCA D'ITALIA Bollettino. Supplementi	quindicinale	Integrazione del Bollettino. Contengono dati riguardanti: a) base monetaria, Banca d'Italia, Uic, Tesoro (Azzurro); b) bilancia dei pagamenti (Arancione); c) aziende di credito (Viola); d) istituti di credito speciale (Rosso); e) emissioni, indici e rendimenti di valori mobiliari (Verde); f) conti finanziari (Marrone); g) tutti quei lavori in precedenza pubblicati nelle <i>Appendici al Bollettino</i> (Blu).

(segue)

Titolo della pubblicazione	Periodicità	Contenuto
CENSIS Rapporto sulla situazione sociale del paese	annuale (novembre)	Predisposto dal CENSIS col patrocinio del CNEL. Il Rapporto viene elaborato annualmente dal 1967 e rappresenta il momento di sintesi degli studi che la fondazione svolge, ed è la sede di lettura e di interpretazione delle linee di tendenza delle società italiane. Generalmente si articola in: <input type="checkbox"/> considerazioni generali; <input type="checkbox"/> fenomeno e problemi sociali che si sono presentati con particolare spicco nell'anno; <input type="checkbox"/> i settori di intervento.
CONFINDUSTRIA Le cifre dell'economia. Sintesi dei principali indicatori	trimestrale	Documentazione di estrema sintesi. Riassume in poche cifre l'andamento dei principali indicatori economici e consente confronti immediati.
CONFINDUSTRIA Rassegna congiunturale. Situazione e prospettive dei settori industriali	trimestrale	Analisi congiunturale trimestrale dei principali settori industriali. Riporta, oltre a dati di consuntivo, anche dati di previsione (per alcuni settori).
CONFINDUSTRIA Indicatori della situazione economica nazionale	mensile	Riporta informazioni sull'andamento delle più importanti variabili economiche: conti nazionali; produzione industriale; grado di utilizzazione degli impianti nell'industria; fatturato dell'industria; ordinativi dell'industria; forze di lavoro; occupazione e ore lavorate nella grande industria; Cassa integrazione guadagni; prezzi, retribuzioni e costo del lavoro; prezzi delle merci aventi mercato internazionale; scambi con l'estero; corso dei cambi e bilancia dei pagamenti; base monetaria; aziende di credito; fabbisogno di cassa nel settore statale; attività liquide del pubblico; credito totale interno; tassi di interesse.
ISCO Congiuntura estera	mensile	Contiene, oltre a una nota introduttiva sull'evoluzione congiunturale, grafici e tabelle recanti i principali dati economici per i paesi CEE e per alcuni paesi OCDE. Contiene, a volte, una sezione di note e commenti.
ISCO Congiuntura italiana	mensile	La rassegna si compone di: Note introduttive e di sintesi; Tabelle statistiche; Inchiesta congiunturale. Le Tabelle statistiche riguardano: 1) contabilità nazionale; 2) attività produttiva; 3) scambi interni; 4) scambi con l'estero; 5) prezzi internazionali, noli e prezzi interni; 6) mercato monetario e finanziario; 7) finanza pubblica: entrate e spese finali di bilancio; pagamenti per spese correnti di bilancio secondo la classificazione economica; pagamenti per spese in conto capitale di bilancio secondo la classificazione economica; 8) lavoro.

(segue)

Titolo della pubblicazione	Periodicità	Contenuto
		L'Inchiesta congiunturale Isco "Mondo economico" riporta risultati ottenuti in base a giudizi e previsioni di carattere qualitativo forniti a fine mese da un "paniere" di aziende appartenenti a 27 grandi rami industriali. È disponibile separatamente, come anticipazione.
ISCO Conti economici trimestrali (Supplemento a "Congiuntura italiana")	trimestrale	Risponde all'esigenza di disporre a cadenza inferiore all'anno di indicatori macroeconomici di supporto alla diagnosi congiunturale. Si tratta di stime che l'Istituto esegue trimestralmente sulle principali grandezze del bilancio economico nazionale, stime risultanti da un insieme di informazioni quantitative preliminarmente sottoposte a procedimenti di eliminazione della componente stagionale.
ISCO Rapporto semestrale	semestrale	Analisi dell'andamento congiunturale dell'economia italiana e internazionale. In <i>appendice</i> le Tabelle statistiche che riportano dati relativi agli ultimi quattro anni.
ISCO Quaderni analitici	quindicinale	Pubblicazione a carattere monografico. Contiene elaborazione di dati ISTAT, o di dati raccolti dall'Istituto.
ISCO Quadri della Contabilità nazionale italiana	annuale (giugno o luglio)	Contiene la serie dei quattro conti fondamentali su cui poggia lo schema di contabilità nazionale predisposto dall'Istituto statistico della CEE per i paesi membri (S&C); 1) conto economico delle risorse e degli impieghi; 2) conto della distribuzione del Pil; 3) conto della formazione e dell'impiego del reddito nazionale lordo disponibile; 4) conto della formazione del capitale.
ISCO Isco-famiglie	mensile	Indicatore del clima di fiducia delle famiglie. Giudizi e previsioni.
ISTAT Bollettino di statistica	mensile	Contiene dati analitici mensili e annuali riferiti ai seguenti aspetti: climatologia; popolazione, giustizia; agricoltura e foreste; industria; trasporti; commercio con l'estero; commercio interno; credito; mercato monetario e finanziario; prezzi; lavoro; finanze pubbliche. Il grado di aggiornamento dei dati mensili è generalmente di un trimestre anteriore alla data di edizione. La seconda parte del volume contiene dati territoriali disaggregati a livello regionale, provinciale e, in talune serie, a livello dei grandi comuni.

Titolo della pubblicazione	Periodicità	Contenuto
ISTAT Indicatori mensili		Forniscono un sintetico panorama dei principali fenomeni demografici, sociali ed economici del paese, riferendosi all'anno solare in corso e ai due precedenti. I dati che non corrispondono a quelli pubblicati negli indicatori precedenti si intendono rettificati.
ISTAT Comunicato stampa		Comunicato stampa in materia di indice dei prezzi - Indicatori del lavoro nella grande industria - Rilevatore trimestrale delle forze lavoro - Indice della produzione industriale.
OCDE <i>Etudes Economiques</i> (in francese e inglese)	annuale	Monografie sullo sviluppo e le prospettive economiche in ciascun paese dell'OCDE.
OCDE <i>Financial Accounts</i> - 3 voll.	annuale	Nel quadro della ristrutturazione delle pubblicazioni statistiche dell'OCDE, questa pubblicazione raggruppa le tabelle delle operazioni finanziarie e i conti dei patrimoni finanziari, per settori istituzionali e per tipo di strumenti finanziari. Queste tabelle sono collegate tra loro e integrate nel sistema della contabilità nazionale. Permettono di analizzare la struttura dei sistemi finanziari e la loro evoluzione nel lungo periodo.
OCDE <i>Financial Statistics</i> <i>Statistiques financières</i>	mensile	In due sezioni. La prima fornisce i dati completi del mese precedente per quanto concerne le emissioni di obbligazioni internazionali ed estere, i prestiti bancari internazionali a medio e lungo termine.