

Francesco Vito

Trattato di Economia politica

VOLUME TERZO

LA MONETA

Terza e quarta parte



Totustuus network

Francesco Vito

ordinario dell'Università Cattolica del Sacro Cuore

**Trattato
di
Economia politica**

VOLUME TERZO

**LA MONETA IL CREDITO
E
I SISTEMI MONETARI ATTUALI**

AVVERTENZA ALLA QUINDICESIMA

Quasi tutti i capitoli sono stati riveduti per tener conto delle più recenti esperienze in campo monetario e finanziario fatte nella politica economica interna e in quella internazionale, Inoltre i cari argomenti trattati sono stati esaminanti anche alla luce dei nuovi svolgimenti della teoria dello sviluppo economico.

15a edizione riveduta
Milano,
dott. A. Giuffrè editore 1957

SOMMARIO

PARE TERZA

IL CREDITO

IL CREDITO CAPITOLO VIII. NOZIONI FONDAMENTALI

§ 1 - Concetto o funzioni del credito	8
§ 2 - Credito e interesse	8
§ 3 - Forme di attuazione del credito	10
§ 4 - Il credito e la produzione	10
§ 5 - Il credito produttivo e il credito consuntivo	11
§ 6 - Gli strumenti del credito	13
§ 7 - Gli strumenti del credito come mezzi di pagamento	14

CAPITOLO IX. GLI ISTITUTI DI CREDITO E LE BANCHE

§ 1 - La funzione monetaria e la funzione creditizia	15
§ 2 - Cenni sulla evoluzione bancaria. L'origine dei «banchi privati» quali organi di custodia	16
§ 3 - I banchi pubblici e privati quali organi di pagamento	16
§ 4 - I banchi pubblici e privati quali organi di «pagamento a credito»	18
§ 5 - La funzione monetaria nella struttura bancaria contemporanea	19
§ 6 - Lo sconto delle cambiali	20
§ 7 - L'indissolubilità di funzione monetaria ed esercizio del credito	21
§ 8 - Le banche e la creazione del credito	22

CAPITOLO X. GLI ISTITUTI DI CREDITO E LE BANCHE: B)

§ 1 - I vari tipi di istituti di credito	23
§ 2 - Le operazioni bancarie passive	24
§ 3 - Le operazioni bancarie attive	26
§ 4 - L'emissione dei biglietti	26
§ 5 - La circolazione degli assegni	28
§ 6 - Il medio circolante nella sua totalità	29
§ 7 - Il sistema della compensazione (clearing system)	30
§ 8 - I rapporti fra riserva metallica i biglietti di banca e gli assegni bancari	30
§ 9 - I limiti alla espansione del credito	32
§ 10 - La circolazione monetaria nel momento presente	32

CAPITOLO XI. GLI ISTITUTI DI CREDITO COMMERCIALE A)

§ 1 - Istituti di credito commerciale, istituti di credito mobiliare o banche miste	33
§ 2 - Le banche di deposito o sconto	34
§ 3 - Solvibilità e liquidità. Riserva monetaria e riserva bancaria	35
§ 4 - Lo sconto di cambiali e di altri titoli; cambiali commerciali e cambiali di comodo.	36
§ 5 - Criteri che regolano le operazioni di sconto	37

§ 6 - <i>Il saggio di interesse ed il saggio di sconto</i>	38
§ 7 - <i>I rapporti tra le banche nell'economia contemporanea</i>	39
CAPITOLO XII. GLI ISTITUTI DI CREDITO COMMERCIALE: B)	
§ 1 - <i>Origine e sviluppo delle banche di emissione</i>	40
§ 2 - <i>L'evoluzione delle banche di emissione in Italia</i>	42
§ 3 - <i>Il principio della unità di emissione</i>	43
§ 4 - <i>L'emissione dei biglietti</i>	45
§ 5 - <i>I criteri per regolare l'emissione dei biglietti</i>	46
§ 6 - <i>Caratteristiche delle operazioni della banca di emissione</i>	47
§ 7 - <i>L'offerta dei prestiti e la manovra dello sconto della banca di emissione</i>	48
§ 8 - <i>Rapporti fra saggio ufficiale e saggio libero di sconto</i>	49
CAPITOLO XIII. CENNI SUL MERCATO MONETARIO	
§ 1 - <i>Concetto generale del mercato monetario</i>	50
§ 2. - <i>Funzione, sviluppo e organizzazione del mercato monetario</i>	51
§ 3 - <i>Il saggio di sconto e l'equilibrio del mercato monetario</i>	52
§ 4 - <i>La manovra dello sconto e le operazioni sul mercato aperto</i>	53
§ 5 - <i>Le riserve obbligatorie</i>	55
§ 6 - <i>Il controllo qualitativo e selettivo del credito</i>	57
§ 7 - <i>Il controllo delle vendite a rate</i>	58
§ 8 - <i>Mercato monetario e mercato finanziario</i>	59
§ 9 - <i>La dinamica del mercato monetario e del mercato finanziario</i>	59
§ 10 - <i>Cenni sul mercato monetario e finanziario italiano</i>	61
§ 11 - <i>Cenni sull'ordinamento bancario italiano</i>	65
§ 12 - <i>Le varie categorie di aziende di credito</i>	67
§ 13 - <i>Tendenze evolutive nella posizione relativa delle varie categorie di aziende di credito</i>	69
§ 14 - <i>Gli istituti per il finanziamento industriale</i>	71
§ 15 - <i>Le cosiddette "banche di sviluppo"</i>	73
§ 16 - <i>Il mercato monetario internazionale</i>	75
CAPITOLO XIV. LE OPERAZIONI DI BORSA	
§ 1 - <i>La speculazione in generale e la speculazione in senso stretto</i>	77
§ 2 - <i>L'oggetto delle operazioni di borsa</i>	78
§ 3 - <i>Il carattere e la tecnica delle operazioni di borsa</i>	79
§ 4 - <i>I criteri per la valutazione etica economica e sociale della speculazione di borsa</i>	80
§ 5 - <i>Le funzioni della speculazione commerciale; il livellamento dei prezzi nel tempo e nello spazio</i>	81
§ 6 - <i>La funzione di copertura della speculazione commerciale</i>	82
§ 7 - <i>Le funzioni della speculazione finanziaria</i>	84
§ 8 - <i>La borsa o lo sviluppo economico</i>	84
§ 9 - <i>Gli effetti dannosi della speculazione di borsa</i>	85
§ 10 - <i>Le manifestazioni patologiche della speculazione di borsa</i>	86
§ 11 - <i>Il credito e la speculazione</i>	89

§ 12 - <i>Il controllo e la disciplina della speculazione di borsa</i>	89
--	----

PARTE QUARTA

I SISTEMI MONETARI ATTUALI

CAPITOLO XV. IL CONTROLLO DEI CAMBI

§ 1 - <i>Le prime applicazioni del controllo cambi durante la guerra del 1914-18</i>	92
§ 2 - <i>Il controllo dei cambi come strumento sostitutivo della manovra dello sconto: controllo parziale e controllo totale</i>	94
§ 3 - <i>Il controllo dei cambi come strumento regolatore del valore esterno della moneta</i>	96
§ 4 - <i>Vari tipi di controllo dei cambi. Il controllo mirante esclusivamente ad impedire la fuga dei capitali</i>	97
§ 5 - <i>Il controllo tendente a mantenere un dato livello dei cambi</i>	99
§ 6 - <i>Il controllo mirante al sopravvalutare la moneta nazionale</i>	99
§ 7 - <i>Il controllo quale strumento permanente della politica economica</i>	101
§ 8 - <i>Raffronto fra i quattro tipi di controllo dei cambi</i>	103
§ 9 - <i>I punti deboli del controllo dei cambi e una proposta per eliminarli</i>	104
§ 10 - <i>Recenti esperienze in materia di controllo dei cambi: il duplice mercato delle divise</i>	104
§ 11 - <i>I fondi di stabilizzazione dei cambi</i>	107
§ 12 - <i>Il fondo di stabilizzazione dei cambi e la stabilità dei cambi</i>	109
§ 13 - <i>Il fondo di stabilizzazione dei cambi e la stabilità dei prezzi</i>	110
§ 14 - <i>Nuove tecniche monetarie per neutralizzare gli effetti di entrata di capitali speculativi.</i>	112

CAPITOLO XVI. LO STATO PRESENTE DEL PROBLEMA DELL'ORO

§ 1 - <i>L'attuale funzione dell'oro negli scambi internazionali e il sistema di compensazione.</i>	112
§ 2 - <i>L'impiego dell'oro come strumento di saldo nei pagamenti internazionali e i problemi che solleva. La sovrapproduzione dell'oro</i>	115
§ 3 - <i>I rimedi proposti per ovviare alla sovrapproduzione dell'oro</i>	120
§ 4 - <i>La maldistribuzione dell'oro</i>	123
§ 5 - <i>I rimedi proposti per ovviare alla maldistribuzione dell'oro</i>	125
§ 6 - <i>La moneta-lavoro</i>	125
§ 7 - <i>Osservazioni critiche sulla moneta-lavoro</i>	127
§ 8 - <i>Il gran dilemma della politica monetaria: stabilizzazione del valore della moneta o stabilizzazione dell'occupazione?</i>	127

CAPITOLO XVII. IL RIASSETTO MONETARIO MONDIALE

§ 1 - <i>I due compiti principali del riordinamento monetario Internazionale</i>	129
--	-----

§ 2 - <i>I piani monetari anglo-sassoni: Piano Keynes e piano White</i>	130
§ 3 - <i>I piani monetari ed il ristabilimento del sistema aureo</i>	132
§ 4 - <i>I piani monetari e la stabilità dei cambi</i>	134
§ 5 - <i>L'insufficienza dei piani monetari anglo-sassoni</i>	135
§ 6 - <i>La stabilizzazione delle valute-chiavi</i>	137
CAPITOLO XVIII. GLI ACCORDI DI BRETTON WOODS	
§ 1 - <i>Il Fondo Monetario Internazionale</i>	138
§ 2 - <i>Critica del Fondo Monetario Internazionale</i>	142
§ 3 - <i>Il problema della «scarsità dei dollari» sul mercato mondiale</i>	143
§ 4 - <i>Il Fondo Monetario Internazionale alla prova: la fissazione delle parità iniziali</i>	145
§ 5 - <i>Qualche indicazione circa la revisione del riassetto monetario mondiale</i>	148
§ 6 - <i>Una proposta per accrescere le riserve monetario mondiali</i>	149
CAPITOLO XIX. LA CONVERTIBILITÀ	
§ 1 - <i>L'attualità del problema</i>	150
§ 2 - <i>Vari tipi di convertibilità</i>	152
§ 3 - <i>Convertibilità per i non residenti e convertibilità per le partite correnti</i>	153
§ 4 - <i>La convertibilità, l'Unione Europea dei Pagamenti e l'Accordo Monetario Europeo</i>	155
§ 5 - <i>Le condizioni per il ristabilimento della convertibilità</i>	158
§ 6 - <i>Le condizioni per il mantenimento della convertibilità</i>	159
§ 7 - <i>La connessione fra convertibilità o politica commerciale Internazionale</i>	160
CAPITOLO XX. LA CONVERTIBILITÀ E LA ALTERNATIVA FRA CAMBI FISSI E CAMBI FLUTTUANTI	
§ 1 - <i>Il conflitto fra le direttive della politica economica interna e le esigenze dell'equilibrio internazionale</i>	162
§ 2 - <i>L'esperienza dei cambi fluttuanti in Gran Bretagna e in Canada</i>	164
§ 3 - <i>La flessibilità come primo passo per il ritorno alla convertibilità</i>	165
§ 4 - <i>La flessibilità come metodo per consolidare la convertibilità già ristabilita</i>	166
§ 5 - <i>Alcune obiezioni alla flessibilità dei cambi</i>	168
§ 6 - <i>La speculazione come fattore di disturbo della convertibilità</i>	170
§ 7 - <i>Le variazioni dei cambi e la loro efficacia equilibratrice</i>	172
§ 8 - <i>Il problema essenziale della politica dei cambi</i>	173
CAPITOLO XXI. LA BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI	
§ 1 - <i>Caratteri essenziali della Banca Europea per gli Investimenti</i>	174
§ 2 - <i>La Banca Europea per gli Investimenti e le trasformazioni imposto dal Mercato Comune Europeo</i>	175
§ 3 - <i>La funzione della Banca Europea per gli Investimenti in vista della costituzione del Mercato Comune</i>	176
§ 4 - <i>Le finalità specifiche della Banca Europea per gli Investimenti</i>	177

§ 5 - <i>La raccolta dei fondi.</i>	178
§ 6 - <i>L'impiego dei fondi</i>	180
§ 7 - <i>Le condizioni per la concessione dei prestiti</i>	181
§ 8 - <i>Gli effetti delle variazioni di valore delle monete degli Stati membri</i>	183
§ 9 - <i>I caratteri peculiari della istituzione</i>	184
§ 10 - <i>La Banca Europea per gli Investimenti e le economie Sottosviluppate</i>	186
Francesco Vico biografia	187

PARE TERZA

IL CREDITO

CAPITOLO VIII.

NOZIONI FONDAMENTALI

§ 1. - Concetto e funzioni del credito.

L'importanza del credito nell'economia moderna si manifesta già nella teoria del capitale ed in quella della moneta.

La prima infatti ci mostra che la massima parte della ricchezza risparmiata si trasforma in capitale ed entra nel processo produttivo precisamente mediante il credito, ad opera del quale il risparmio da coloro che non vogliono o non sanno impiegarlo produttivamente è messo a disposizione di chi è pronto e capace di inserirlo nel processo produttivo combinandolo coi fattori naturali e col lavoro (1).

Dalla teoria della moneta poi si ricava che una parte notevole e sempre crescente del medio circolante nell'economia contemporanea è costituita dai documenti posti in essere in occasione di operazioni creditizie (2).

Allo scopo d'integrare la teoria del capitale da una parte e quella della moneta dall'altra, è necessario qui prendere direttamente in esame il credito nella, sua duplice funzione di:

- a) raccolta del risparmio ed impiego nei processi produttivi;
- b) sostituzione alla moneta metallica e ai biglietti di banca di un'altra forma di medio circolante.

Il credito è uno scambio di ricchezza, con la particolare caratteristica che la prestazione e la contro-prestazione non sono contemporanee. Si può definirlo: *scambio di ricchezza separato dal tempo*; oppure: *scambio di ricchezza presente contro ricchezza futura*; o anche: scambio di ricchezza disponibile contro una promessa di controprestazione.

Per la particolare caratteristica or ora indicata il credito è basato essenzialmente sulla fiducia che il debitore corrisponda alla scadenza la controprestazione. Non sempre però la garanzia del creditore riposa esclusivamente sulla promessa del debitore (credito personale); talora questi — o un terzo per lui — offre al creditore la garanzia, d'un diritto di pegno o d'ipoteca su beni mobili o immobili (credito reale).

§ 2. Credito e interesse.

Per il servizio reso col privarsi della disponibilità della ricchezza e per il

1) Questo concetto è ampiamente illustrato nel volume: *Il prezzo e la distribuzione*, op. cit., Parte Quarta, Cap. XVIII.

2) Si veda il Cap. II, § 7: *La moneta bancaria*.

rischio affrontato, il prestatore ottiene, insieme alla restituzione della ricchezza prestata, una remunerazione che è l'interesse. La funzione essenziale dell'interesse è adunque quella di stabilire la equivalenza, fra il valore del bene presente e quello del bene futuro.

Si parte dal presupposto che un determinato bene viene valutato da un individuo in misura diversa a seconda che sia disponibile nel momento presente ovvero che divenga disponibile in un momento futuro. Il bene presente è valutato di più del bene futuro. Il creditore si decide a cedere il bene in prestito alla condizione di ricevere, in un momento futuro, lo stesso bene accresciuto di una remunerazione che copra la differenza fra la più alta valutazione del bene presente e quella meno alta del bene futuro.

Recentemente è stata proposta una spiegazione diversa del fondamento dell'interesse. Questo non servirebbe a ristabilire l'equivalenza fra il valore che il creditore attribuisce alla ricchezza che cede (ricchezza presente) e quello che attribuisce alla ricchezza che riceverà in restituzione (ricchezza, futura), come è generalmente ammesso (1). Servirebbe bensì a compensare la rinuncia che egli fa alla liquidità della ricchezza, la rinuncia cioè alla preferenza di liquidità, o *liquidity preference* (Keynes).

In altre parole: il possessore di una certa quantità di ricchezza tende naturalmente a preferire di conservare la ricchezza, in forma liquida, anziché darla a credito; se si induce a cedere la ricchezza ad altri, cioè a sacrificare la preferenza di liquidità, esige una remunerazione (interesse).

Il saggio di interesse, secondo il Keynes, non è il prezzo che porta all'equilibrio la domanda di risorse per investimento e la disposizione ad astenersi da consumo presente. - E invece il prezzo che equilibra il desiderio di conservare ricchezza in forma di moneta liquida con la quantità disponibile di moneta liquida.

In realtà, non siamo di fronte ad un concetto essenzialmente diverso dalla preferenza di ricchezza presente rispetto a ricchezza futura.

Infatti preferenza di liquidità significa appunto preferenza di disponibilità immediata della ricchezza (cioè preferenza di ricchezza-presente) rispetto a disponibilità in un momento successivo (cioè ricchezza futura). Pertanto è da ritenere che l'interesse riposi pur sempre sulla sopravvalutazione della ricchezza presente, rispetto alla futura, in tutti gli individui e sulla differenza di sopravvalutazione nei varî individui. Oppure, per dirla col Pigou (Keynes's General Theory, London, 1950, p. 20, il saggio di interesse è il prezzo che stabilisce l'equilibrio fra entrambe le coppie di quantità, di cui parla il Keynes: *domanda e offerta di risorse per investimento e domanda e offerta di moneta in forma liquida*.

1) Si confronti ancora il volume: Il prezzo e la distribuzione, op. cit. 142

§ 3. - Forme di attuazione del credito.

Se la forma più comune di scambio fra ricchezza presente e ricchezza futura è il mutuo, questo non esaurisce però la nozione economica di credito, nella quale entrano anche la vendita di beni a credito, l'acquisto d'azioni, ecc., benché si tratti di operazioni aventi figura giuridica differente dal credito.

Il credito può avere per oggetto qualsiasi bene fungibile, come dimostra la frequenza con cui nell'antichità si conchiudevano prestiti in natura, che del resto non sono neanche oggi del tutto scomparsi.

Solo i beni fungibili possono essere oggetto di credito perché solo per essi la cessione importa trasferimento di proprietà in chi riceve il credito, che pertanto può liberamente disporne.

Ma è certo che nelle economie progredite, le operazioni di credito e sono generalmente compiute in moneta, o in segni rappresentativi di essa. Ciò risponde alla convenienza, sia di chi cede sia di chi riceve il credito.

Chi ha ricevuto in forma monetaria la remunerazione per i servizi resi nel processo produttivo (reddito da lavoro o da capitale o da fattori naturali) può trasferire solo in forma monetaria quella parte di essa che non consuma (risparmio) all'imprenditore; questi a sua volta trova conveniente avere a disposizione moneta — bene fungibile per eccellenza, — anziché beni specifici, per poter agevolmente procurarsi i fattori di produzione decorrenti e trasformare così il risparmio in capitale.

§ 4. - Il credito e la produzione.

In due sensi è esatto che il credito reca grandi vantaggi alla produzione delle ricchezze:

- a) in quanto avvia ad essa risorse che rimarrebbero altrimenti inutilizzate o sarebbero impiegate meno proficuamente;
- b) in quanto consente di accelerare il ritmo dei processi produttivi.

a) Qui deve essere innanzitutto considerato il vantaggio, già segnalato, del maggior rendimento di risorse investite da soggetti più capaci. Inoltre, va ricordato quello dell'impiego congiunto di quote esigue di risparmio. Senza l'ausilio del credito non sarebbe possibile dar vita ad imprese che esigono capitali in misura, che supera la disponibilità del singolo risparmiatore. Il credito consente infatti di mobilitare ingenti masse di risparmio, offerto, in quote talora piccolissime, da una massa innumerevole di risparmiatori.

Si manifesta qui l'insostituibile funzione degli organi intermediari del credito, che facilitano la raccolta del risparmio e la distribuzione d'esso fra gli imprenditori. Raramente accade che la cessione del credito avvenga direttamente fra offerente e richiedente (credito diretto); più spesso si interpone fra di essi un intermediario (individuo o istituto) che o si limita a porre in relazione i contraenti ovvero diventa esso stesso debitore verso gli offerenti di risparmio

che poi ripartisce fra i richiedenti (credito indiretto). Gli organi principali del credito indiretto o intermediari del credito sono le banche e gli istituti di credito.

b) Anche sotto un altro aspetto il credito serve ad incrementare la produzione delle ricchezze.

Se i produttori dovessero attendere, per poter collocare le merci, che gli acquirenti (trasformatori di materie o commercianti) fossero in grado di pagarne in contanti il prezzo, gli scambi si svolgerebbero con una certa lentezza ed anche il ritmo della produzione ne risulterebbe ritardato. Ma se essi si accontentano di ricevere in cambio delle merci la promessa di pagamento entro un periodo di tempo relativamente breve (cambiale commerciale), gli scambi e la produzione risultano accelerati. I trasformatori possono porre subito in lavorazione le materie ottenute con la vendita a credito e i commercianti possono a loro volta rivendere alla propria clientela le merci ricevute a credito; prima della scadenza delle cambiali saranno in grado di soddisfare i rispettivi debiti verso i produttori mediante gli incassi che avranno realizzato con le proprie vendite.

Mercé l'intervento delle banche poi, sulla base della vendita a termine, si innesta un'ulteriore operazione di credito. Presentando alle proprie banche le cambiali, i produttori ne ottengono subito il prezzo, diminuito di una leggera trattenuta (sconto). Il prezzo sarà versato alle banche, alla scadenza degli effetti, dagli acquirenti delle merci. In tal modo i produttori sono in grado di riprendere subito la propria attività perché l'anticipata riscossione del prezzo delle merci vendute consente loro di provvedersi di beni capitali, di pagare i lavoratori, ecc.

§ 5. - *Il credito produttivo e il credito consuntivo.*

Considerato nella tipica funzione di agevolare la trasformazione del risparmio in capitale, il credito concesso agli imprenditori è destinato alla produzione e viene denominato pertanto *credito produttivo*.

Ma esso può — benché eccezionalmente — essere anche destinato al consumo da colui che lo richiede: credito consuntivo. Questo consente a chi lo ottiene di anticipare dei consumi rispetto all'epoca in cui prevede di disporre (per sopraggiunta eredità, o per reddito sperato, o per ricavo di vendita, ecc.) della somma mutuata accresciuta dell'interesse.

Come è facile immaginare il credito consuntivo non raggiunge grande estensione. Occorre riandare alle passate epoche dell'economia preindustriale per trovare una certa estensione dei debiti contratti a scopo di consumo; una prassi che suscitò da parte della legislazione ecclesiastica ed anche civile i noti divieti di corrispondere interessi.

Oggi i prestiti per consumo sono rari. In pratica si verificarono eccezionalmente, e cioè nei casi in cui il debitore ritiene di poter restituire la somma e corrispondere l'interesse utilizzando ricchezza, che attende di ricevere per motivi del tutto estranei all'impiego che egli fa della somma maturata.

Non si può riconoscere perciò grande rilevanza al credito consuntivo tranne che non si vogliano far rientrare in esso due forme particolari di operazioni di credito.

Si può ravvisare infatti il carattere di credito consuntivo in una determinata categoria di prestiti pubblici e cioè in quei prestiti che sono contratti dai Governi e da altri enti pubblici per provvedere alle spese dette non produttive (per le quali cioè non si prevede di reintegrare il costo).

L'altro caso è quello delle vendite a rate di beni di personale consumo. Riguardo ad esse può dirsi che ai beneficiari è concesso di anticipare — sia pur parzialmente — dei consumi rispetto all'epoca in cui disporranno dei redditi occorrenti per completare il pagamento.

Tra i vari tipi di crediti ai consumatori (vendite a credito, ecc.), le vendite a rate rappresentano la forma più importante di credito. Là dove esse vengono largamente praticate si aggiunge un nuovo stimolo all'aumento delle vendite e all'elevazione dei prezzi che accompagnano le fasi d'espansione di medio circolante. Infatti, la rateizzazione del prezzo di acquisto di beni di consumo durevoli incoraggia la domanda, ed agisce sui prezzi in modo analogo all'accrescimento di mezzi di pagamento. In vista di ciò negli Stati Uniti d'America, dove come è noto le vendite a rate di beni durevoli hanno raggiunto straordinaria ampiezza, si è ritenuto opportuno attribuire all'organo responsabile del controllo della circolazione monetaria e creditizia, (Federal Reserve) anche il potere di disciplinare le vendite a rate. Quando occorre frenare sviluppi inflazionistici il Federal Reserve Board restringe il periodo di tempo concesso agli acquirenti per pagare le rate del prezzo di acquisto, eleva l'anticipo sul prezzo che si versa all'atto dell'acquisto, ecc., in modo da rendere meno allettante il ricorso all'acquisto a rate. In altri paesi però la diffusione di questo tipo di credito al consumo non ha raggiunto estensione tale da far ritenere necessaria l'integrazione delle forme tipiche di controllo della circolazione creditizia

Comunque si pensi del proposto allargamento del concetto di credito consuntivo, è certo che questo, nella sua forma tipica, non porta necessariamente a potenziare i processi produttivi, tranne nel caso che il risparmio messo a disposizione del consumatore contribuisca a conservare od accrescere energie che successivamente saranno rivolte ad attività produttiva.

Né è esatto ritenere che il credito consuntivo non riduca in nessun caso il capitale del paese perché — come è stato affermato da taluni — all'anticipazione del consumo da parte del mutuatario corrisponderebbe la posticipazione del consumo da parte del mutuante; i due atti, reciprocamente compensandosi, lascerebbero inalterato il volume del capitale. Su questa affermazione

1) L'argomento sarà ripreso in occasione della trattazione della politica monetaria e creditizia e in particolare del controllo selettivo del credito (Cap. XIII, § 6).

occorre fare delle riserve. Nulla si può affermare in via assoluta. Tutto dipende dal sapere quale destinazione avrebbero avuto le somme date a prestito consuntivo in mancanza di questo. Se esse erano destinate al consumo del mutuante è ovvio che nessuna diminuzione ulteriore del capitale è da ascrivere al prestito consuntivo: ma se invece dovevano essere in ogni caso risparmiate e potevano perciò essere destinate alla produzione è innegabile l'effetto sfavorevole sulla formazione del capitale. Solamente si può ammettere che tale effetto potrà eventualmente essere in tutto o in parte neutralizzato per l'accresciuta produttività dell'opera di chi godette del prestito consuntivo.

§ 6 - *Gli strumenti del credito.*

In occasione di operazioni di credito si dà vita, generalmente a speciali documenti di vario tipo, dai quali risulta l'attestazione del diritto del prestatore a ricevere in un'epoca futura il pagamento della ricchezza prestata.

I principali strumenti di credito, di cui si avrà occasione di parlare in seguito sono:

la cambiale. Si distingue la cambiale all'ordine (o cambiale propria o pagherò cambiario), che contiene l'obbligo del debitore di pagare ad un'epoca determinata una data, somma al creditore o a suo ordine, e la *cambiale-tratta* contenente l'ingiunzione del creditore (traente) al debitore (trattario) di pagare ad un'epoca determinata una data somma, ad un terzo espressamente designato (beneficiario) a suo ordine;

l'assegno bancario (chèque), contenente l'ingiunzione ad una banca da parte di chi presso di essa depositò una somma, o da essa ricevette una apertura di credito, di pagare la somma o frazione di essa (a seconda dell'ammontare indicato sull'assegno) a sé medesimo o ad un terzo;

il biglietto di banca, emesso da istituti che godono del privilegio della emissione (banca, d'emissione) e recante l'obbligo di pagare al portatore una data somma (che è sempre una cifra tonda) in moneta metallica. A cagione dell'estendersi della inconvertibilità, il biglietto di banca va perdendo la sua originaria fisionomia:

il vaglia cambiario attestante l'obbligo di una banca a pagare una data somma (in Italia questo titolo è emesso dall'Istituto di emissione); ad esso corrisponde l'assegno circolare, che è emesso dalle banche ordinarie a ciò autorizzate. Funzione analoga al vaglia cambiario ha la fede di credito, uno dei più antichi titoli di credito d'origine schiettamente italiana, avente speciali caratteristiche, che è emesso ancora oggi dal Banco di Napoli;

la fede di deposito e la nota di pegno (o warrant) che attestano il deposito di merci o derrate nei magazzini generali;

l'obbligazione, che attesta il prestito concesso a una società ovvero ad un ente pubblico e dà diritto al rimborso della somma prestata ad una scadenza convenuta e pagamento annuo di un interesse fisso (è detto perciò titolo a reddito fisso);

l'azione da cui risulta la proprietà su una parte del capitale d'una società e dà diritto ad una remunerazione annuale, variabile a seconda degli utili realizzati dalla società — dividendo — (per cui l'azione è denominata titolo a reddito variabile) e, in caso di liquidazione della società, alla ripartizione dell'attivo sociale dopo che tutti i creditori (compresi i possessori di obbligazioni) siano stati soddisfatti. Attualmente anche dal punto di vista giuridico l'azione è considerata titolo di credito, contrariamente a quanto si riteneva in passato; ma è certo che dal punto di vista economico essa attesta una operazione di credito consistente nello scambio di ricchezza presente (la somma versata) contro promessa di ricchezza futura (ripartizione dell'attivo e dividendo).

Nota comune di tutti gli strumenti del credito è che sono facilmente negoziabili, nel senso che il creditore può agevolmente disporre del suo credito trasferendo ad altri il titolo rappresentativo.

A seconda della forma giuridica di essi si distinguono in nominativi, all'ordine e al portatore. I titoli nominativi, così chiamati perché sono intestati al nome di una persona determinata, esigono per il trasferimento le maggiori formalità e, in ogni caso, la partecipazione del debitore. Più semplice è il trasferimento degli altri: mediante indicazione dietro al titolo, cioè mediante la girata quello dei titoli all'ordine; mediante semplice consegna quello dei titoli al portatore. Tipico titolo al portatore è il biglietto di banca. La cambiale, l'assegno, il vaglia cambiario si trasmettono mediante girata. L'azione, l'obbligazione, la fede di credito possono essere nominativi o al portatore.

§ 7 - Gli strumenti del credito come mezzi di pagamento.

Ora non resta che vedere come taluni strumenti del credito compiano funzione monetaria, contribuendo a formare ciò che si dice il medio circolante.

Che i biglietti di banca sostituiscano nella circolazione la moneta metallica non richiede ulteriore spiegazione. Basta, riflettere che ad essi vien conferita la qualifica di moneta legale. Occorre solo rammentare che, essendo emessi in quantità notevolmente superiore alla riserva metallica, i biglietti rappresentano solo in parte segni sostitutivi della moneta metallica; per il rimanente sono segni monetari addizionali. Ché, anzi, l'estendersi della inconvertibilità tende sempre più ad accentuare la funzione monetaria autonoma dei biglietti.

Ma, in surrogazione della moneta metallica e degli stessi biglietti, circolano anche gli assegni, per quanto in misura diversa nei varî paesi, a seconda dell'ampiezza maggiore o minore dei servizi bancari e della consuetudine del pubblico di tenere i fondi liquidi presso le banche. Anche qui si deve notare che, poiché le banche accordano il diritto di trarre assegni (ai depositanti e a coloro in favore dei quali è concessa apertura di credito) in misura assai superiore all'ammontare dei biglietti posseduti, gli assegni rappresentano anche essi nella massima parte segni monetari addizionali.

Gli assegni non sono vera e propria moneta perché sono sprovvisti di corso legale, ma adempiono la medesima funzione con la sola limitazione che la loro

accettazione si fonda sulla solvibilità della banca obbligata e sull'onestà dell'emittente.

Benché entro limiti più ristretti e cioè nell'ambito di coloro che si dedicano agli affari, esercita nondimeno funzione di mezzo di pagamento anche la cambiale, che a buon diritto è stata definita la «carta moneta dei commercianti». Allorché il venditore di merce ha ricevuto in pagamento una cambiale può servirsi di essa per acquistare altra merce girandola al venditore, il quale a sua volta può valersi del medesimo titolo di credito girandolo ad un suo creditore. Naturalmente l'accettazione d'essa dipende dalla fiducia che i varî creditori ripongono nel debitore originario e nei successivi giranti.

Mediante la girata anche altri titoli di credito, oltre la cambiale, adempiono funzione monetaria. Ma è innegabile che i biglietti di banca e gli assegni bancari costituiscano oggi la grande massa del medio circolante. Ad essi converrà rivolgere particolare attenzione nella indagine sugli strumenti del credito, destinata ad integrare la teoria della moneta.

CAPITOLO IX.

GLI ISTITUTI DI CREDITO E LE BANCHE

A) LA FUNZIONE MONETARIA

§ 1. - La funzione monetaria e la funzione creditizia.

L'indagine sugli strumenti del credito, diretta ad integrare la teoria della moneta, deve prendere le mosse dagli organi intermediari del credito, attraverso i quali passa la più gran parte del credito che si effettua nel paese. In considerazione della posizione preminente che essi assumono è opportuno definirne con la massima precisione possibile la funzione, anche se ciò conduce a prendere posizione di fronte ad una questione altamente controversa.

Fra gli organismi chiamati a fornire il mercato di mezzi monetari occorre distinguere, secondo alcuni studiosi, sia nella terminologia sia nella funzione rispettiva, due categorie: le banche e gli istituti di credito.

Le prime hanno funzione monetaria pura e semplice, consistente nel porre a disposizione del mercato né più né meno che strumenti di pagamento (banchi monetari); gli altri compiono invece funzione creditizia, vale a dire cedono in prestito ricchezze a chi chiede di impiegarle produttivamente — ed eventualmente a scopo consuntivo — (banchi creditizi). Alle banche, veri e propri organi monetari e organi di pagamento, apparterebbero gli organismi comunemente denominati banche commerciali, cioè le banche d'emissione sia le banche di deposito e sconto di cui si dirà, in seguito. Rientrerebbero fra gli organismi della seconda categoria i rimanenti istituti.

Questa distinzione merita di essere attentamente considerata, non tanto allo scopo di chiarire una questione terminologica, quanto per accertare se nella struttura dell'economia contemporanea l'apprestamento degli strumenti di

pagamento sia teoricamente concepibile e praticamente attuabile come distinto dal credito.

È opportuno chiarire ciò che si intende affermare allorché si definisce la banca «organo di pagamento» in opposizione all'istituto di credito, denominato «organo di investimento». A questo scopo bisogna risalire agli antichi banchi privati e pubblici, ai quali la banca essenzialmente corrisponderebbe, secondo la teoria che stiamo esaminando. E pertanto conviene dare un rapido sguardo all'evoluzione storica dell'ordinamento bancario.

§ 2. - Cenni sulla evoluzione bancaria: l'origine dei «banchi privati» quali organi di custodia.

Primo stadio dell'evoluzione bancaria. Gli storici concordano nell'ammettere che l'attività bancaria abbia avuto origine con la custodia del numerario. I primi banchi furono tenuti da mercanti e da orefici, a cui i cittadini affidavano la custodia del loro numerario. Mercanti ed orefici accettavano somme in custodia e si obbligavano a restituirle a richiesta dei depositanti. Nel frattempo però investivano nel commercio di coloniali o di metalli preziosi le somme, certi di trovare in qualsiasi momento fra le disponibilità liquide quanto venisse chiesto in restituzione.

Con l'aumentare dei depositi però diveniva sempre più frequente il caso che le disponibilità non bastassero a far fronte alle richieste di restituzione; ed allora si ebbe la differenziazione delle attività. Taluni rinunziarono ad accettare depositi tornando alla propria attività principale (commercio in coloniali o in metalli preziosi o in monete); altri invece rinunziarono al commercio e trasformarono la propria attività: in quella bancaria: nacquerò così i *banchi privati*.

Ma anche quando l'industria bancaria era divenuta attività, autonoma i banchieri non rinunziavano a trarre profitto delle somme loro affidate in custodia; continuavano ad impiegarle nei traffici, dandole in prestito ad aziende di commercio. Perciò taluni d'essi poterono anche corrispondere una remunerazione ai depositanti. Ma la immobilizzazione delle somme li esponeva non di rado alla insolvibilità di fronte a richieste di ritiri.

§ 3. - I banchi pubblici e privati quali organi di pagamento.

Secondo stadio dell'evoluzione bancaria. Per garantire contro gli abusi dei banchieri i cittadini e per assicurare loro la effettiva disponibilità, dei depositi a custodia, gli Stati intervennero a dettar norme che impedissero l'impiego dei depositi in prestiti ad estranei. Taluni banchi furono posti sotto il controllo dello Stato o furono addirittura assunti e gestiti dallo Stato; sicché ai banchi privati succedettero i *banchi pubblici*, guidati dal principio che le somme avute in custodia fossero conservate a disposizione dei depositanti: *depositi intangibili ovvero depositi oziosi*.

Non è escluso che a trasformare i banchi privati in banchi pubblici abbia concorso anche la prospettiva degli Stati d'utilizzare i depositi per le esigenze del fisco. È certo tuttavia che nella maggior parte dei casi l'intervento statale servì ad assicurare l'intangibilità dei depositi.

Ben presto però, oltre alla custodia delle somme, i banchi furono dai depositanti richiesti d'un altro servizio: di facilitare i pagamenti. Se debitore e creditore erano depositanti presso il medesimo banco, il primo ordinava al banco di eseguire il pagamento mediante girata nei registri (la cosiddetta girata di banco, di qui il nome di *Banchi-giro* che assunsero taluni banchi). Negli altri casi il pagamento avveniva mediante cessione, del debitore al creditore, generalmente mediante girata, del certificato attestante il deposito presso il banco (fede di credito, ecc.).

I pagamenti si effettuavano senza essere accompagnati da spostamenti della moneta metallica, che restava nella cassa dei banchi. In sua vece circolavano i documenti comprovanti il deposito, che attribuivano ai portatori il diritto di esigerne il rimborso.

L'innestarsi della funzione di pagamento sulla base della custodia — che di quella funzione rappresentava il presupposto — fu ulteriormente determinata da un'altra circostanza.

La varietà di monete metalliche che circolavano nel medio evo a cagione della molteplicità, di piccoli Stati, e le frequenti alterazioni del contenuto metallico delle monete, dovute, oltre che al logorio dell'uso, all'erosione fraudolenta e alle arbitrarie deteriorazioni dei governi, rendevano assai difficile il raffronto, necessario per ogni pagamento, fra moneta buona e moneta cattiva dello stesso paese e fra monete di paesi diversi; e soprattutto mal garantivano nei pagamenti differiti l'uguaglianza, di contenuto metallico in momenti diversi.

Alla esigenza di uniformità e di comparabilità delle monete metalliche avvertita dal pubblico, i banchi corrisposero con la creazione di una *moneta di conto* — cioè moneta non coniata — rappresentante un contenuto costante di metallo fino. Essi accettavano in deposito le monete dei vari Stati e inoltre monete buone e monete cattive, ma le ragguagliavano nella moneta di conto, cedendo ai depositanti *certificati espressi appunto in moneta di conto*.

Il pubblico preferiva valersi nei pagamenti di tali certificati, sempre rimborsabili in un peso costante di metallo, anziché dei pezzi credito metallici, di contenuto incerto e variabile. Limitando la propria attività al servizio di custodia e di pagamento, i banchi pubblici (e taluni banchi privati) si differenziarono nettamente dai primitivi banchi privati, che, come si è visto, impiegavano i depositi nel commercio (o anche in prestiti pubblici).

In questo secondo stadio di evoluzione il banco, pur non essendo obbligato alla restituzione dei medesimi pezzi metallici ricevuti, ma, soltanto della somma equivalente, non acquistava la disponibilità della moneta, (deposito regolare), e pertanto non pagava interesse sui depositi, bensì esigeva un compenso per entrambi i servizi.

Fin qui è facile vedere che i banchi erano esclusivamente banchi monetari e non praticavano alcuna forma di credito. I certificati rappresentavano moneta effettivamente esistente nelle casse del banco e non potevano eccedere l'ammontare delle disponibilità. Avevano, diremmo oggi, copertura metallica al 100%. Ma la successiva evoluzione riportò i banchi all'esercizio del credito. Ed ecco come.

§ 4. - *banchi pubblici e privati quali organi di «pagamento a credito».*

Terzo stadio dell'evoluzione bancaria. Una volta che l'esperienza ebbe dimostrato che lo spostamento finale dei depositi, a seguito delle girate contabili nei registri del medesimo banco o di saldi fra più banchi in virtù della compensazione, risulta inferiore alla somma dei pagamenti compiuti e che i depositi non vengono ritirati simultaneamente che in piccola parte, i banchieri pensarono di poter disporre per i prestiti delle somme eccedenti i bisogni dei saldi e dei ritiri dei depositi. Il divieto legislativo viene gradualmente infranto e i depositi a custodia (depositi regolari) si trasformano in mutui fatti dai depositanti al banco che ne acquista la disponibilità (depositi irregolari) e a sua volta li cede in prestito ad altri attraverso lo sconto delle cambiali.

In altre parole: il banco rilascia certificati per l'ammontare effettivamente ricevuto; di esso però tiene inoperosa, quale scorta metallica per i saldi e i ritiri, solo una frazione (ad es. il 20%), mentre impiega la parte rimanente (l'80%) in prestiti a terzi. Ma il credito concesso a costoro — sempre col rilascio di certificati rimborsabili — non deve necessariamente limitarsi alla differenza tra i depositi ricevuti e la scorta metallica (l'80% dell'ammontare dei depositi), potendo invece raggiungere un'ampiezza cinque volte maggiore, in guisa che la detta differenza — impiegata a sua volta come scorta rappresenti il 20% del credito concesso a terzi. Qui appare il punto controverso.

Sostengono i seguaci della teoria presa in esame che, in quanto la differenza fra il credito concesso dal banco e la scorta metallica (differenza bancabile) è coperta dalle cambiali scontate, il banco resta sempre organo monetario e non creditizio; e propriamente è «organo di pagamento a credito», ma pur sempre *organo di pagamento* e non *di credito*.

In questo terzo stadio di evoluzione si ha sì il ritorno al prestito, ma non si tratta del prestito compiuto dai banchi primitivi, i quali investivano i depositi nei commerci ed erano perciò organi di investimento. Ora invece il prestito, che è concesso attraverso lo sconto delle cambiali e presumibilmente sarà perciò rimborsato appena la cambiale verrà a scadenza, serve a fornire mezzi di pagamento: è un prestito monetario. Esso non dà luogo ad immobilizzazione della somma, prestata ma si risolve nel cedere l'uso temporaneo della moneta, che, dopo essere stata, impiegata per alcuni pagamenti, per altra via rientra al banco con lo scadere della cambiale.

Gli antichi banchi pubblici e privati, nel secondo e nel terzo stadio della loro evoluzione, rappresenterebbero i tipici organi monetari o organi di

pagamento perché, anche quando eseguono o permettono d'eseguire pagamenti a credito, non esercitano tuttavia il credito. Ad istituti di questo tipo spetterebbe la qualifica di banche, cui corrisponderebbero le attuali banche commerciali, e cioè gli istituti d'emissione e quelli di deposito.

Ora è giunto il momento di saggiare la validità della tesi.

§ 5 - La funzione monetaria nella struttura bancaria contemporanea.

In relazione all'attuale struttura degli organismi che forniscono al pubblico mezzi monetari la tesi brevemente esposta può essere enunciata con le seguenti proposizioni:

- a) solamente agli istituti di emissione e di deposito compete la qualifica di banche;
- b) le banche, e cioè gli istituti di emissione e di deposito, non sono istituti di credito.

La prima proposizione, tendente a negare carattere di semplici organi monetari agli istituti che dichiaratamente esercitano il credito, ad esempio: gli istituti di credito mobiliare, di credito agrario, di credito fondiario, ecc., che avviano i capitali ad essi affidati ad investimenti produttivi di lunga (o media) durata nelle industrie e nell'agricoltura, può essere senz'altro accolta.

È contestabile invece la seconda proposizione.

Gli argomenti invocati in favore di essa possono sintetizzarsi nel modo seguente. Quando l'istituto d'emissione (od anche la zecca) in cambio di metallo cede pezzi conati per uguale peso; ovvero quando, in cambio di moneta conata, cede biglietti di banca per uguale valore (potere di acquisto in termini di merci), non fa che sostituire ad una moneta meno conveniente (metallo grezzo o metallo conato) una più conveniente (moneta conata o biglietto di banca). Essa adempie così solo un ufficio monetario, consistente nel facilitare i pagamenti col fornire al mercato strumenti di circolazione più comodi: i pezzi conati circolano infatti più agevolmente del metallo grezzo e i biglietti di banca ancora, più speditamente della moneta conata.

Altrettanto fanno sostanzialmente gli istituti di deposito quando sulla base di moneta metallica, o di biglietti della banca di emissione presso di essi effettivamente depositati, concedono il diritto di emettere assegni per uguale ammontare: sostituiscono alla moneta, metallica o alla circolazione fiduciaria pubblica (biglietti di banca) una circolazione fiduciaria privata (circolazione degli assegni) che, soprattutto per i pagamenti di entità, rilevante, è più conveniente delle altre due.

Fin qui è innegabile che istituti di emissione e istituti di deposito compiono esclusivamente funzione monetaria: forniscono al mercato i tipi di moneta più adatti per i vari tipi di pagamenti. La moneta sostituenta ha certo maggiore facilità di circolazione della moneta sostituita; ma, nell'ammontare, moneta sostituenta e moneta sostituita sono uguali; non si ha alcuna concessione di credito.

Noi sappiamo però che né gli istituti di emissione né quelli di deposito si limitano a ciò. I primi emettono biglietti in quantità notevolmente superiore alle disponibilità: metalliche, i secondi concedono il diritto di trarre assegni per un ammontare di gran lunga superiore ai depositi effettivi di biglietti (e di monete metalliche). Siamo qui ancora di fronte a funzione esclusivamente monetaria o non piuttosto ad operazione di credito?

§ 6. - *Lo sconto delle cambiali.*

Per avvalorare la prima risposta i seguaci della tesi sopra enunciata (fra i più notevoli è il De Viti De Marco) fanno presente che la differenza fra quest'ultimo procedimento ed il precedente è solo apparente. Non bisogna infatti dimenticare che la emissione di biglietti di banca (da parte degli istituti di emissione) in quantità eccedente le disponibilità, metalliche e la concessione da parte degli istituti di deposito alla clientela del diritto di trarre assegni in misura superiore ai depositi di biglietti, avvengono attraverso lo sconto di cambiali commerciali.

Se Tizio fa scontare dalla banca una cambiale a tre mesi, ricevuta in pagamento della merce venduta, la cambiale è trasferita alla banca e Tizio ottiene un'apertura di credito o anche — se la banca scontante è quella di emissione — direttamente biglietti di banca per l'ammontare della cambiale, ridotto d'una tenue percentuale a titolo di remunerazione (saggio di sconto). In sostanza l'operazione di cede lo scambio fra il credito bancario e il credito cambiarlo.

Ciò significa che in cambio dei biglietti di banca, eccedenti le riserve metalliche e in cambio della circolazione di assegni eccedente i depositi effettivi di biglietti, gli istituti ricevono le cambiali, cioè moneta privata, per uguale ammontare. Di conseguenza, anche qui si fa luogo né più né meno che a sostituzione di uno strumento più conveniente di pagamento (biglietti o assegni) ad uno meno conveniente (cambiali). Mentre tutti accettano biglietti e molti accettano assegni, solo coloro che ripongono assoluta fiducia nel debitore cambiario accettano la cambiale.

Tutto ciò è esatto ma deve essere correttamente interpretato per decidere se con la emissione di biglietti e di assegni è connessa o no una concessione di credito. Si può parlare di sostituzione di un tipo di moneta (biglietti o assegni) ad un altro (cambiale) anche riguardo alle operazioni di sconto ma si deve pur notare che la relazione intercedente fra moneta sostituyente e moneta sostituita in questo caso è differente da quella che passa fra biglietto e moneta, metallica e fra assegni e biglietti.

La moneta sostituyente che entra in circolazione mediante le operazioni di sconto non è solo dotata di maggiore facilità di circolazione della moneta sostituita, ma permette di effettuare scambi che non si sarebbero operati mediante cambiale (1). In realtà, essa permette di disporre di beni e di servizi che sarebbero stati inaccessibili al possessore della cambiale.

Questa importante differenza di impiego fra cambiale e biglietti (o assegni) è trascurata dai sostenitori della tesi in discussione, secondo i quali i prestiti cui dà luogo lo sconto sono puramente e semplicemente monetari e non prestiti di capitali. Ma la argomentazione è arbitraria. Non è possibile distinguere fra prestito che trasferisce solo moneta e prestito che trasferisce anche capitale. Ogni prestito si compie in *forma monetaria*; ma con ogni prestito si trasmette la disponibilità di potere d'acquisto, che consente di mobilitare capitale. Lo sconto di cambiali si risolve nel porre a disposizione degli imprenditori, che vi fanno ricorso, potere d'acquisto, e questo viene impiegato per l'acquisto di materie prime o di strumenti produttivi o per remunerare i lavoratori.

Ciò dimostra che manca di solido fondamento la distinzione fra prestiti monetari e prestiti di capitali.

Tutti i prestiti, anche quelli rilasciati in occasione di sconti, sono prestiti di capitale, perché pongono chi li riceve in grado di disporre di risparmio da impiegare a scopo produttivo. Indubbiamente non è senza importanza circostanza che dietro il prestito concesso dalla banca vi sia o no una cambiale commerciale. Basti riflettere che nell'uno o nell'altro caso è differente l'effetto sui prezzi. L'esistenza della contropartita commerciale nel portafoglio della banca prova che sul mercato sono affluite merci che dovranno essere scambiate. Perciò se — per adoperare i simboli della teoria quantitativa (1) — con la concessione del prestito aumenta M o M' , l'effetto sui prezzi *tende* ad essere ridotto dall'avvenuto aumento di Q (volume dei beni scambiati); l'aumento del medio circolante si accompagna all'aumento del bisogno di mezzi di pagamento. L'aumento di M' si ripercuote invece totalmente su P quando, mancando la contropartita commerciale, non vi è l'aumento di beni scambiati. Ma tale importante constatazione non può nascondere che i biglietti e gli assegni messi a disposizione di chi cede cambiali commerciali implicano operazioni di credito.

Si può teoricamente distinguere la funzione monetaria dalla funzione creditizia. La prima consiste:

- a) nel tenere in custodia la moneta, depositata da chi temporaneamente non intende adoperarla,
- b) nell'eseguire pagamenti in nome e per conto dei depositanti,
- c) nel fornire, in cambio di essa, medio circolante adatto alla specie di pagamento da effettuare.

§ 7 - *L'indissolubilità di funzione monetaria ed esercizio del credito.*

La *funzione creditizia* invece mira a facilitare il passaggio dei capitali dal

1) Questa argomentazione si trova anche in taluni dei maggiori esponenti della Scuola monetaria (*currency school*), ad esempio del Torrens, come è stato recentemente ricordato: FREY, *Gli sviluppi recenti della teoria monetaria*, in «Rivista Internazionale di scienze sociali» 1901.

1) Si veda il cap. V della Parte Prima: La teoria quantitativa ecc.

risparmiatore: mutuante all'imprenditore mutuatario.

Si possono anche astrattamente — e, come si è visto, storica mente individuare organi che distintamente attendono alla funzione monetaria (banche) e a quella creditizia (istituti di credito). Ma quando l'ordinamento monetario si evolve al punto da porre a disposizione del mercato in gran copia moneta e mezzi di pagamento che solo per una piccola frazione sostituiscono moneta depositata, mentre ella massima, parte si aggiungono al medio circolante esistente, anche se si appoggiano a strumenti di credito (dotati peraltro di ben limitata capacità, circolatoria), bisogna dire che la funzione monetaria appare indissolubilmente connessa con quella, creditizia.

Possiamo concludere pertanto constatando che, pur essendo le banche di emissione e di deposito essenzialmente chiamate a fornire il mercato di medio circolante, non adempiono questa funzione senza esercitare una attività, creditizia; perciò, le banche sono istituti di credito. (La funzione creditizia, invece può ben esercitarsi indipendentemente da quella monetaria e perciò non tutti gli Istituti di credito sono banche).

Da quanto si è detto dovrebbe apparire — e più chiaramente apparirà in seguito — che accertare se la banca sia istituto di credito, non è solo questione terminologica bensì problema sostanziale. In esso si racchiude anzi il nucleo centrale dell'intera teoria della, banca, come risulterà dalla trattazione successiva.

A completamento della discussione si deve ora mostrare che il decidere se la banca sia un istituto di credito implica pure la soluzione dell'annosa controversia: se le banche creino il credito.

§ 8 - Le banche e la creazione del credito.

Indagare se le banche creino il credito è lo stesso che proporre in termini diversi la questione se le banche siano o no istituti di credito.

Per semplificare l'argomentazione limitiamoci a considerare solo le banche di deposito (e, non anche quelle d'emissione) perché ad esse soprattutto è riferita l'attribuzione di creatrici di credito. Cosa può significare la formula creazione del credito»?

Evidentemente creazione del credito significa concessione di credito al di là: dei limiti segnati dalle disponibilità delle banche; nessuno parla di creazione di credito per indicare che le banche danno in prestito le somme che ricevono in prestito. Ora, la risposta al quesito dipende appunto dal modo con cui si concepisce l'attività bancaria. Se si ritiene che le banche nel concedere prestiti e cioè nel concedere il diritto di trarre assegni, in occasione di operazioni di sconto, non fanno che sostituire ad un tipo di moneta (cambiale) un altro tipo (assegno, e quindi biglietto in cui l'assegno è convertibile), allora è ovvio che la risposta debba essere negativa. In sostanza, ragionando da questo punto di vista, si può dire: il credito che le banche concedono nasce dal credito che ricevono e che si concreta nel portafoglio bancario; perciò fino a quando sono scontate vere

e proprie cambiali commerciali le banche concedono credito nella misura del credito che ricevono e perciò non creano il credito.

Ma l'argomentazione non può essere accolta. Per la scarsa capacità, circolatoria, le cambiali non possono essere messe sullo stesso piano dei veri e propri strumenti di pagamento forniti dalle banche, che, nel loro impiego quali mezzi di scambio, o non incontrano alcuna limitazione (biglietti) ovvero ne incontrano sì, ma in misura di gran lunga inferiore a quelle relative alle cambiali (assegni). Le cambiali devono essere considerate come documenti che garantiscono la restituzione dei prestiti.

Perciò è facile vedere che solo allora sarebbe valida l'asserzione che le banche concedono crediti nella misura di quanto ne ricevono quando si Limitassero a fare prestiti entro i limiti dei biglietti effettivamente ricevuti in deposito. In tal caso si avrebbe infatti esatta corrispondenza di potere di acquisto ricevuto e potere d'acquisto ceduto dalle banche. Ma poiché, come sappiamo, l'ammontare dei prestiti può di gran lunga superare i depositi di biglietti, che restano accantonati come fondo di cassa per far fronte ad eventuali saldi e ritiri, è evidente che le banche sono in grado di fornire al mercato potere d'acquisto in misura maggiore di quello che hanno ricevuto. In questo senso è esatto dire che esse creano il credito.

Tutt'altra questione è se il potere di creare il credito abbia o no dei limiti; ma di ciò si dirà ampiamente nel capitolo successivo.

CAPITOLO X.

GLI ISTITUTI DL CREDITO E LE BANCHE

B) LA COMPOSIZIONE DEL MEDIO CIRCOLANTE

§ 1. - I vari tipi di istituti di credito.

Gli istituti di credito — fra cui sono comprese le banche, perché, come si è spiegato, non esistono organi esplicanti la funzione monetaria che non partecipino anche a quella creditizia — possono classificarsi, a seconda dell'attività specifica nelle seguenti categorie:

1) *Istituti di emissione*, a cui è riservato per legge il privilegio di emettere i biglietti ed è demandato il compito di regolare la circolazione monetaria; per il resto essi operano come istituti di credito commerciale, di cui al numero successivo.

2) *Istituti di credito commerciale*, che, raccogliendo depositi, accentrano il risparmio del pubblico che non ha ancora trovato investimento, e concedono, prevalentemente mediante operazioni di sconto, prestiti a breve scadenza (sono denominati infatti anche banche di deposito e sconto). Forniscono potere di acquisto so prattutto alle imprese commerciali, la cui attività (acquisto e successiva vendita di merci) consente di rimborsare i prestiti entro un periodo relativamente breve; ed anche alle imprese industriali, limitatamente al bisogno di provvedersi di capitale circolante (materie prime, mano d'opera, ecc.).

3) *Istituti di credito mobiliare*, che fanno affluire il risparmio a lunga scadenza all'industria; che se ne vale per provvedersi di capitali fissi. Operano sia concedendo prestiti, sia acquistando (per trattenere in portafoglio o per collocare fra il pubblico) azioni ed obbligazioni delle società; derivano la loro denominazione appunto dall'attività di traffico dei titoli rappresentativi di ricchezza mobiliare. Si valgono o di capitale proprio o di risparmio raccolto mediante deposito a lunga scadenza o mediante emissione di proprie obbligazioni.

4) *Istituti di credito specializzato*, aventi struttura particolare a seconda del settore produttivo cui si rivolgono:

a) *Istituti di credito agrario*, che forniscono il capitale oc corrente per l'esercizio dell'impresa agricola ovvero per il miglioramento delle colture; concedono prestiti per durata più lunga del credito commerciale in vista del periodo relativamente più lungo occorrente all'agricoltore per ricostituire il capitale volto all'esercizio o al miglioramento delle coltivazioni.

b) *Istituti di credito fondiario* che fanno mutui a scadenza molto lunga a favore della proprietà rurale — e talora anche urbana — per bonifiche, costruzioni, ampliamenti, ecc., e prendono garanzia, ipotecaria, sull'immobile, a cui vantaggio è fatto il mutuo. Raccolgono il capitale mediante emissione di cartelle fondiarie, che godono della garanzia delle ipoteche sul complesso degli immobili.

e) *Istituti di credito edilizio*, diretto a favorire le costruzioni edilizie, ecc.

5) *Casse di risparmio ordinarie, Casse di risparmio postali, Casse rurali, Monti di credito su pegni*. Le Casse di risparmio ordinarie, che impiegano il risparmio nell'acquisto di titoli pubblici, nel concedere mutui ipotecari a enti privati, sono enti morali che erogano gli utili di esercizio in opere di beneficenza o di pubblica utilità. Le Casse di risparmio postali avviano il risparmio agli investimenti statali. Le Casse rurali ed agrarie si propongono di venire in aiuto a piccoli agricoltori. I monti di pegno (per cinque secoli, e cioè dall'origine fino a qualche anno fa denominati Monti di pietà) fanno prestiti, generalmente di destinazione consuntiva, sopra pegno di cose mobili.

§ 2 - Le operazioni bancarie passive.

Le banche, e in genere gli istituti di credito, esplicano la propria attività mediante le cosiddette operazioni bancarie. Si dicono passive le operazioni con cui gli istituti si procurano potere di acquisto, onde risultano debitori; attive quelle con cui lo impiegano, sì che assumono veste di creditori. Qui si prendono in considerazione le operazioni connesse alla funzione monetaria. Da questo punto di vista le più importanti operazioni passive sono la emissione di biglietti e il deposito.

Il biglietto di banca, emesso dall'istituto che gode di questo privilegio, è la promessa di pagare a vista e al portatore moneta metallica per la cifra su di esso indicata; è perciò un titolo di credito. L'istituto emittente diventa, così debitore

verso i portatori di biglietti per l'ammontare di essi. Per la fiducia di cui gode l'istituto emittente, che si impegna a convertirlo in moneta metallica, il biglietto è accettato da tutti come mezzo di pagamento e dice biglietto fiduciario; la sua diffusione è ulteriormente accresciuta se lo Stato attribuisce ad esso corso legale, imponendo al pubblico di accettarlo per legge, e se dimostra di porre in opera quanto è necessario per garantirne la convertibilità. Il ritorno alla convertibilità, recentemente attuato da parte delle autorità monetarie di alcune nazioni, fra cui l'Italia, non riproduce esattamente la situazione esistente dell'epoca in cui era in vigore il sistema aureo. Ciò sarà illustrato più avanti (Parte quarta, Capitolo XIX).

A seconda del sistema monetario vigente, l'istituto emittente può soddisfare l'obbligo della conversione cedendo in cambio dei biglietti moneta metallica (sistema aureo tipico), ovvero metallo non coniato (sistema del cambio in verghe), o divise estere di paesi a base aurea (sistema del cambio aureo).

L'istituto di emissione può venire esonerato dal convertire i biglietti in metallo (o in divise) in determinate circostanze. Con la dichiarazione di corso forzoso, che obbliga il pubblico ad accettare i biglietti senza garantire loro la convertibilità, l'istituto emittente è sottratto dall'obbligo di pagare moneta metallica (o metallo in verghe, o divise) in cambio dei biglietti. Questi cessano d'essere strumenti rappresentativi per diventare essi stessi moneta: carta moneta.

Presentemente si trovano in tale regime le monete di tutti i paesi del mondo, anche di quelli che pur posseggono sufficienti scorte metalliche.

Il *deposito* è la tipica operazione passiva mediante la quale le banche ottengono la disponibilità di potere di acquisto da impiegare nelle operazioni attive. Le somme depositate dal pubblico diventano proprietà della banca; si parla perciò di deposito irregolare per distinguerlo dal deposito regolare, in cui il denaro resta in proprietà del depositante, che pertanto ha diritto di esigere in restituzione esattamente i biglietti o i pezzi ceduti.

La banca che ha ricevuto i depositi si impegna a restituirli a richiesta o dietro preavviso o ad una scadenza fissata, secondo i casi; ed essa è in grado di corrispondere sui depositi un interesse — variabile (nel senso crescente) a seconda che siano pagabili a vista o dietro preavviso o a scadenza fissa — in quanto, avendone acquistata la proprietà, può investirli in operazioni fruttifere, trattenendo come riserva quella frazione che si suppone potrà fronteggiare le eventuali richieste.

Sul deposito bancario si innesta la circolazione degli assegni: al depositante di somme ritirabili a vista la banca dà il diritto di emettere assegni, che sono ordini alla banca di pagare a sé medesimo o ad altri una data somma.

Altra operazione passiva degna di menzione è il risconto del portafoglio con cui la banca, cedendo ad altra banca, generalmente all'istituto di emissione, cambiali da essa già scontate, ottiene potere di acquisto disponibile.

§ 3 - Le operazioni bancarie attive.

Le principali operazioni attive sono:

- lo sconto di titoli;
- l'anticipazione su pegno di titoli o di merci; — l'apertura di conto corrente.

L'operazione di sconto consiste nel prestito che la banca concede in cambio di titoli di credito a breve scadenza, generalmente di cambiali, per l'ammontare indicato sul titolo stesso, dedotto però l'interesse per la durata del prestito. La cambiale resta così ridotta, cioè scontata, nel suo valore, e la differenza fra l'ammontare che dovrà essere restituito alla banca alla scadenza, corrispondente alla cifra indicata, sul titolo, e quello che il portatore della cambiale effettivamente ha ricevuto in prestito, cioè l'interesse, anticipatamente dedotto, prende nome di sconto.

Il rapporto fra lo sconto per la durata di un anno e l'unità del prestito si dice saggio di sconto. Sono ammesse allo sconto cambiali di breve durata, per cui in quest'operazione si impiegano somme depositate alla banca per breve periodo.

Vengono scontati però anche gli altri titoli, come note di pegno di merci, emesse dai magazzini generali, ecc.; negli ultimi tempi ha acquistato particolare importanza, lo sconto dei buoni del tesoro, che si presume possano essere realizzati sul mercato in ogni momento.

Quando i prestiti sono concessi su pegno di titoli (titoli statali o di altri enti pubblici, azioni o obbligazioni di società, note di pegno) ovvero su pegno di merci, prendono nome di anticipazioni; con essi infatti ai proprietari dei titoli o delle merci viene anticipato il prezzo (congruamente ridotto) che sarà ricavato dalla futura vendita sul mercato dei titoli o delle merci.

I prestiti che hanno luogo sia con lo sconto sia con l'anticipazione sono generalmente fatti non già mediante consegna di biglietti, ma mediante concessione al cliente del diritto di trarre assegni sulla banca fino all'ammontare del prestito stesso.

Ma tale diritto può essere accordato con semplice apertura di credito, con cui la banca dietro la sola garanzia personale dà facoltà al cliente di disporre, mediante assegni, fino all'ammontare della somma mutuata.

Altre operazioni attive sono i prestiti ipotecari, i depositi a custodia, aperti o chiusi, ecc.

§ 4 - L'emissione dei biglietti.

Rimandando ai capitoli successivi l'esame dei varî tipi di istituti di credito, è opportuno valerci delle nozioni fin qui sviluppate per giungere ad una visione il più possibile completa della circolazione monetaria, che metta in rilievo l'intreccio della funzione monetaria e di quella creditizia.

Prendiamo in considerazione il monetario basato sulla moneta metallica, e prescindiamo, per semplicità, dall'impiego di moneta divisionaria.

Come e per qual via entrano in circolazione i biglietti di banca?

La *moneta metallica* si rivela disadatta per i pagamenti che superano una certa entità, e perciò il pubblico fa domanda di biglietti all'istituto di emissione, che li cede appunto in cambio di moneta metallica (e anche di metallo non coniato, di cui, sempre a scopo di semplificazione, non teniamo conto). I biglietti circolano in luogo della moneta metallica depositata e sono né più né meno che certificati metallici: accanto ad essi circola la residua moneta metallica.

Non tutti i biglietti però sono impiegati nei pagamenti e anzi la parte eccedente i bisogni immediati della circolazione viene depositata presso le banche ordinarie; queste concedono ai depositanti la facoltà di disporre mediante assegni che, a loro volta, si rivelano strumenti più idonei dei biglietti per i pagamenti di più elevata entità.

In tal modo la circolazione risulta costituita da tre tipi di medio circolante: moneta metallica, biglietti e assegni, in proporzioni rispettive tali che soddisfino i bisogni del pubblico per pagamenti di varia entità. Ma l'ammontare globale originario rimane inalterato: per ogni biglietto circolante vi è altrettanta moneta metallica inoperosa; per ogni assegno circolante vi sono biglietti per uguale ammontare inoperosi. E ciò equivale a dire che ogni biglietto ed ogni assegno rappresenta moneta metallica.

Fin qui, come si è già visto, le banche esplicano pura e semplice funzione monetaria, e questa funzione esercitano nella forma più tenue, consistente nel fornire il mercato degli strumenti di scambio più idonei, limitatamente però alla quantità esistente di medio circolante. Possiamo parlare di un primo stadio della funzione monetaria, con l'avvertenza che si tratta di una designazione puramente concettuale e non cronologica.

È appena il caso di avvertire che questo è uno schema astratto, utile a scopo didattico ma, privo di riscontro nella realtà, in cui la funzione monetaria delle banche non è separabile da quella creditizia. Una ulteriore approssimazione alla realtà si ottiene prendendo in esame appunto remissione dei biglietti e la circolazione degli assegni quali manifestazioni dell'attività creditizia.

I biglietti entrano in circolazione anche e soprattutto per un'altra via, quella delle operazioni attive; allora rappresentano una netta aggiunta al medio circolante preesistente e riguardo ad essi la banca di emissione opera come istituto di credito.

Nessuna differenza esteriore contraddistingue i biglietti che surrogano moneta i biglietti emessi in occasione di sconto di cambiali; ma il substrato economico di essi è diverso da quello dei primi. I biglietti sono ceduti infatti a chi presenta per lo sconto la cambiale commerciale; in realtà, poiché questa rappresenta merce venduta al debitore, è come se fossero consegnati in cambio di questa merce.

A rigore bisognerebbe dunque dire che dietro i primi biglietti vi è moneta metallica e dietro gli altri il capitale circolante investito nelle imprese dei debitori cambiari. In pratica però il sistema monetario funziona in modo diverso:

la moneta metallica funge da riserva per tutta la massa dei biglietti emessi (riserva metallica); e ugualmente la totalità dei biglietti poggia sul capitale circolante investito nel paese ed espresso nelle cambiali scontate (riserva bancaria). La riserva metallica mira ad assicurare la convertibilità, di tutti i biglietti; la riserva bancaria (i titoli scontati) garantisce il potere di acquisto di tutti i biglietti in termini di merci

§ 5 - La circolazione degli assegni.

L'emissione dei biglietti per il tramite delle operazioni di sconto ci mostra un aspetto più profondo della funzione monetaria (che appare qui connessa col credito) consistente nell'adattare ai bisogni del mercato il volume di medio circolante, allargandolo e restringendolo nella misura in cui si estendono o si riducono le operazioni attive (*il secondo stadio della funzione monetaria*).

Anche a questo aspetto della funzione monetaria partecipano le banche di deposito e sconto. Abbiamo visto che ad esse affluiscono i depositi di biglietti di banca, sui quali si innesta la circolazione di assegni per uguale ammontare. Ma, in conseguenza delle operazioni attive compiute dalle banche ordinarie, la circolazione degli assegni si estende bene al di là dei biglietti depositati. In occasione dello sconto di cambiali vengono concessi crediti per l'ammontare di esse (dedotto lo sconto); i beneficiari lasciano però in deposito tali crediti presso la banca, ottenendo la facoltà di disporne mediante assegni; si parla perciò di depositi fittizi in contrasto ai depositi di biglietti, che si dicono depositi reali. Nessun segno esteriore contraddistingue gli assegni emessi su depositi reali da quelli relativi a depositi fittizi, come i biglietti dati dall'istituto di emissione in cambio di moneta metallica non sono distinguibili da quelli ceduti nei prestiti.

Il parallelismo fra assegni e biglietti si palesa anche nel substrato economico: da una parte abbiamo biglietti che surrogano moneta metallica e biglietti che poggiano sui titoli scontati, dall'altra assegni che surrogano biglietti ed assegni che corrispondono ai titoli scontati. Di questi ultimi al pari che dei biglietti rilasciati dall'istituto di emissione nelle operazioni di sconto — possiamo dire che corrispondono al capitale circolante investito nelle imprese dei debitori cambiari. Si noti però che lo stesso vale anche per una parte degli assegni del primo gruppo, dato che non tutti i biglietti costituenti i depositi reali rappresentano moneta metallica; perciò il parallelismo non è completo, in quanto il primo gruppo di biglietti rilasciati dall'istituto di emissione poggia invece totalmente sulla moneta metallica.

Anche per la circolazione degli assegni vale quanto fu osservato per quella dei biglietti: in pratica la scorta di biglietti affluiti alle banche ordinarie mediante i depositi reali funge da garanzia per la massa totale di assegni; forma cioè la riserva monetaria che mira a fronteggiare le eventuali richieste di pagamento di assegni in biglietti. Analogamente le cambiali commerciali, esprimenti i capitali circolanti investiti nelle imprese, formano la riserva bancaria su cui poggia, il volume totale degli assegni.

§ 6 - Il medio circolante nella sua totalità.

Abbandonando ora la distinzione dei due stadi della funzione monetaria, introdotta solo a scopo didattico, cerchiamo di procurarci una visione più realistica del complesso degli strumenti della circolazione posti in essere dalle banche.

Se l'istituto d'emissione rilasciasse biglietti solo in cambio di moneta metallica dovrebbe probabilmente esigere un compenso per il servizio di custodia. Ma i biglietti, a cagione della fiducia, che ispira l'istituto stesso e dell'attribuzione statale del corso legale, restano in circolazione, e se quotidianamente alcuni sono presentati per la conversione, al tempo stesso altri ne vengono richiesti in cambio di moneta metallica. Perciò l'istituto, per essere in grado di far fronte alla conversione, non ha bisogno di tenere quale riserva tanta moneta metallica quanti sono i biglietti emessi: basta che ne mantenga quanto è appena, superiore all'eventuale differenza fra ritiri e consegne di moneta metallica. Ciò gli consente (l'emettere biglietti in quantità superiore alla scorta di moneta metallica mediante concessione di prestiti e di guadagnare così su di essi l'interesse.

L'esperienza dell'epoca del funzionamento del sistema aureo, sanzionata poi da disposizioni legali, aveva mostrato che una riserva aggirantesi intorno al 40% rispetto all'ammontare globale dei biglietti fosse sufficiente. Così, immaginando che la moneta metallica esistente nel paese sia di tre miliardi, si può presumere che uno resti in circolazione e due siano depositati presso l'Istituto d'emissione, il quale sulla base di tale scorta può portare l'emissione dei biglietti fino a cinque miliardi.

Si sa poi che i possessori di biglietti ne conservano di solito una piccola frazione e depositano i rimanenti presso le banche di deposito e sconto ottenendo di poterne disporre mediante assegni. Gli assegni circolano allora come strumenti di pagamento e possono essere presentati in ogni momento alle banche rispettive per ottenere in cambio i biglietti; ma in pratica ciò accade in misura molto ridotta, per cui le banche si trovano di fronte a situazione analoga a quella dell'istituto d'emissione, di cui si è detto sopra, e cioè si avvedono di poter concedere facoltà di trarre assegni per un ammontare di gran lunga superiore ai biglietti ricevuti.

Si immagini che X, dovendo eseguire un pagamento in favore di Y, gli rilasci un assegno. Y può presentarsi alla banca e chiedere la somma in biglietti; ma se anch'egli ha un deposito, preferisce inviarlo alla propria banca e farselo accreditare. Se si tratta della stessa banca di X, il pagamento avviene mediante semplice annotazione nei registri; il deposito di X si riduce e quello di Y si accresce dello stesso ammontare. Se si tratta invece di un'altra banca questa ne chiede il pagamento alla banca di X per accreditare l'ammontare a Y e naturalmente il deposito di X dovrà essere ridotto presso la sua banca. Come si vede la banca è esposta a ritiri di biglietti da parte dei creditori dei propri clienti (e di costoro stessi) e da parte delle banche, in favore dei cui clienti furono

rilasciati assegni dai propri clienti. Ma bisogna anche considerare che la banca riceve biglietti da nuovi e vecchi depositanti, nonché altre banche i cui clienti emisero assegni in favore dei clienti di essa medesima.

In sostanza la banca si avvede di poter soddisfare le richieste di contanti conservando biglietti in quantità, appena superiore alla eventuale differenza fra ritiri e versamenti. Che anzi il minimo di riserva necessario si riduce ulteriormente per effetto del sistema della compensazione.

§ 7. - Il sistema della compensazione (clearing system).

Giornalmente ogni banca riceve assegni sulle altre banche, mentre ciascuna di queste riceve assegni sulla prima, sicché ogni banca risulta al tempo stesso creditrice e debitrice di ciascun'altra. Anziché procedere alla esecuzione di tutti i pagamenti, i debiti e i crediti fra una banca e l'altra sono compensati per l'uguale ammontare e si saldano solo le differenze.

Ma gli stessi saldi non si compiono in contanti; tutti gli assegni affluiscono alla banca centrale, presso la quale le varie banche hanno un deposito e qui ciascuno d'essi viene accreditato alla banca che lo ha trasmesso e addebitato a quella su cui è tratto.

Queste operazioni si compiono presso le stanze di compensazione (*clearing houses*), che si trovano nei principali centri finanziari del paese, e dove convergono periodicamente i rappresentanti delle banche recando gli assegni di cui ciascuna è creditrice.

È facile vedere come, essendo relativamente esiguo il bisogno di biglietti per assicurare la circolazione di un dato ammontare di assegni, le banche trovino conveniente di estenderne notevolmente il volume, concedendo la facoltà di emetterli a chi non ha eseguito un deposito di biglietti ma ha ricevuto da esse un credito che ha poi depositato (deposito fittizio). Esse incassano così l'interesse sui prestiti e sono in grado di corrispondere una remunerazione (naturalmente più bassa di quella che ricevono) ai depositanti. I biglietti posseduti dalle banche formano così la riserva monetaria della massa globale di assegni. Non esistono prescrizioni legislative circa il rapporto fra riserva monetaria e cifra complessiva dei depositi reali e fittizi; generalmente esso si aggira intorno al 10%.

Riprendendo l'esempio sopra indicato: se dei cinque miliardi di biglietti due restano in circolazione e tre sono depositati presso le banche ordinarie, il volume degli assegni può elevarsi fino a trenta miliardi: il complesso degli strumenti di scambio può ammontare perciò a trentatré miliardi.

§ 8. - I rapporti fra riserva metallica, i biglietti di banca e gli assegni bancari.

Le nozioni finora esposte ci dicono che la circolazione dei biglietti e quella degli assegni sono collegate alla riserva metallica. Di maggiore evidenza è quel legame per i biglietti a cagione della rigida, disposizione di legge che stabilisce il rapporto tra volume di biglietti e riserva metallica. Meno appariscente è quello

relativo alla circolazione degli assegni (1); ma è facile rendersi conto della sua esistenza, sol che si rifletta al rapporto, osservato per un'inderogabile norma, prudenziale se non per legge, che vincola l'ammontare dei prestiti concessi dalle banche alla quantità di biglietti da esse posseduti, ed a quello che collega l'emissione dei biglietti alla riserva aurea dell'istituto di emissione.

È ovvio che l'accrescimento di questa riserva, traendo seco l'aumento dei biglietti emessi, ha per ulteriore conseguenza l'accrescimento dei biglietti depositati presso le banche ordinarie, cui tiene dietro l'espansione del credito e conseguentemente l'allargamento della circolazione di assegni, sia su depositi reali, sia su depositi fittizi. Analoghi mutamenti nel senso opposto si verificano per la diminuzione della riserva aurea.

Come si vede, la capacità delle banche di concedere potere di acquisto in misura maggiore di quello ricevuto (creazione di credito) non è illimitata. Data una quantità di biglietti in circolazione (il legame fra biglietti e riserva metallica è stato ormai abbandonato, come si dirà più avanti) l'ammontare globale dei prestiti che le banche possono concedere dipende innanzi tutto:

- a) dalla attrazione da essa esercitata sul pubblico depositante biglietti (ciò che è una maniera diversa di esprimere la tendenza del pubblico a conservare presso di sé moneta contante)
- b) dalla riserva che ciascuna di esse ritiene prudente conservare per fronteggiare i ritiri dei depositi; e la riserva a sua volta dipende:
- c) dalle abitudini del pubblico nell'esercitare il diritto di trarre assegni.

Se una banca indulge eccessivamente nella concessione di prestiti inevitabilmente finisce per risultare debitrice alla stanza di compensazione, dove affluiscono assegni tratti su di essa per ammontare maggiore di quelli tratti sulle altre banche in suo possesso; le differenze notevoli, che è obbligata perciò a pagare, assottigliano le sue disponibilità liquide e la obbligano a ridurre gli impegni a vista per proporzionarli al ridotto fondo di cassa. Essa può tradurre in atto la decisione di espandere il credito se è pronta a vedere ridotta la percentuale di riserva.

1) Più che di circolazione degli assegni taluni preferiscono parlare di *circolazione dei depositi*. Essi considerano quale strumento di pagamento il deposito e non l'assegno e parlano perciò di moneta-deposito (*deposit-currency*). Questa terminologia è tutt'altro che infondata, in quanto mira a porre in evidenza la circostanza che la moneta, nel caso dei depositi reali, e il credito, nel caso dei depositi fittizi, sono mantenuti in forma di depositi e non di assegni. Ed in realtà, ciò che opera quale mezzo di pagamento è il deposito e non l'assegno. Se Tizio riceve in pagamento da Caio un assegno e lo manda alla propria banca, questa ne domanda il pagamento alla banca su cui è tratto e lo accredita a favore di Tizio. Sostanzialmente il pagamento è eseguito mediante la diminuzione del deposito di Caio e l'aumento di quello di Tizio, presso le rispettive banche, per l'ammontare indicato dall'assegno. Nell'uso comune ed anche nel linguaggio scientifico si continua però a parlare di circolazione degli assegni

§ 9. - I limiti alla espansione del credito.

Si ritiene da taluni che il limite alla espansione del credito agisca per la banca singola e non anche per tutte le banche globalmente considerate, le quali, adottando una comune linea di condotta, sarebbero in grado di promuovere una espansione creditizia senza limiti. In altre parole, l'aumento dei prestiti da parte di una banca si propaga alle altre, perché presso di esse non tardano ad essere depositati gli assegni tratti sulla prima e ad accrescere perciò la riserva. Ma questa illazione è evidentemente inesatta.

È senz'altro prevedibile che gli assegni tratti sulla banca da cui ha origine la condotta espansiva siano almeno in parte depositati presso altre banche; ma essi potranno da queste essere considerati come riserva: addizionale solo in quanto siano stati pagati in biglietti, direttamente ovvero mediante compensazione. E ciò implica che la banca su cui gli assegni erano tratti, vedendo ridotta per uguale ammontare la riserva di biglietti, deve proporzionalmente restringere i prestiti. Di conseguenza il volume globale dei prestiti prima o dopo finisce per proporzionarsi alla riserva dei biglietti.

Si può tuttavia pensare che, se nel momento stesso in cui una banca inaugura, la condotta espansiva le altre banche s'incamminano pure per la stessa via, essa non dovrà necessariamente risultare debitrice alla stanza di compensazione perché gli assegni tratti su di essa e affluiti alle rimanenti banche saranno presumibilmente compensati da quelli tratti su queste, che saranno venuti in suo possesso; perciò non sarà obbligata a saldare le differenze e non perderà moneta contante. Potendosi affermare altrettanto per le rimanenti banche si dovrebbe ritenere che la tendenza espansiva non trovi in tale ipotesi il freno della, riduzione delle riserve. Ma anche questa argomentazione è evidentemente infondata.

Essa dimostra solo che le rimanenti banche non sono in grado di attrarre biglietti dal fondo di riserva della banca considerata (e viceversa), nonostante l'avvenuta espansione del credito; ma non può in alcun modo far pensare che, di pari passo con l'espansione, non sia diminuita in tutte le banche la percentuale di riserva.

Siamo così ricondotti al punto centrale; l'espansione creditizia, da parte di una banca o di tutte le banche, può stabilmente praticarsi a condizione che si voglia accontentarsi di una percentuale di riserva più bassa. Fino a quando si rimane fedeli a una data percentuale, le possibilità di espandere i prestiti dipendono, come si è detto, dall'ammontare dei biglietti in circolazione e dalle abitudini del pubblico.

§ 10 - La circolazione monetaria nel momento presente.

Gli elementi che vincolano la circolazione degli assegni si lasciano tutti ricondurre, direttamente o indirettamente, alla quantità di biglietti esistenti nel paese. Si rifletta però che da quando in tutto il mondo, anche là, dove l'oro

posseduto è di gran lunga esuberante per garantire la convertibilità della moneta cartacea (Stati Uniti), le banche di emissione sono state esonerate dall'obbligo della conversione, per cui la quantità dei biglietti non è più in rapporto con le riserve metalliche (ed equiparate), si è spezzato il rapporto fra circolazione degli assegni e scorta aurea.

La sospensione della convertibilità, esercita, altre e ben più profonde influenze sulla funzione monetaria e sulla funzione creditizia delle banche, sicché la teoria della banca, come quella della moneta ne resta modificata.

a) Si pensi, innanzi tutto, che perde significato la leggenda che ancora vediamo sui biglietti: «pagabile a vista al portatore». In realtà, la banca di emissione può tutt'al più dare in cambio del biglietto un altro tipo di biglietto ma non è impegnata a pagare in metallo l'equivalente del biglietto.

b) Inoltre il canale principale attraverso il quale i biglietti entrano in circolazione è rappresentato dalle operazioni attive, essendo venuto a cessare l'impiego di essi come puri e semplici sostituti della moneta metallica.

c) Naturalmente il mutamento più importante va ricercato nei criteri determinanti l'emissione dei biglietti, che vengono applicati dopo che si è rinunciato a quello del rapporto fisso con le riserve auree; ma tale argomento non può essere sviluppato a questo punto.

CAPITOLO XI.

GLI ISTITUTI DI CREDITO COMMERCIALE

A) LE BANCHE DI DEPOSITO E SCONTO

§ 1 - Istituti di credito commerciale, istituti di credito mobiliare e banche miste.

Appartiene alla tecnica bancaria il compito di descrivere analiticamente il funzionamento delle banche e degli istituti di credito, indicarne i canoni di gestione, esporre l'ordinamento che essi ricevono nei varî paesi. Per l'indagine economica è necessario e sufficiente cogliere quei punti dell'attività bancaria che sono indispensabili alla visione completa della circolazione monetaria e del trasferimento dei capitali. In vista di questi due scopi bisogna prendere in esame, sia pure sommariamente, gli istituti di credito commerciale (banche di deposito e sconto, istituti d'emissione) da una parte, e gli istituti di credito mobiliare (ed altri istituti specializzati) dall'altra.

L'attività degli istituti di credito è governata dal principio fondamentale che le operazioni attive devono essere coordinate a quelle passive, nel senso che l'indole e la durata delle prime vogliono essere stabilite in armonia alla natura e alla durata delle ultime. Risponde a questo principio la distinzione fra istituti che concedono prestiti a breve scadenza (istituti di credito commerciale o ordinario) e quelli che esercitano il credito a media e a lunga scadenza (istituti di credito

mobiliare, ecc.), distinzione che corrisponde appunto al carattere delle rispettive operazioni passive.

In pratica però tale distinzione non fu sempre rispettata; non di rado le banche di credito commerciale si dedicarono anche ai finanziamenti di imprese industriali a media e a lunga scadenza, compirono cioè operazioni attive di durata più lunga delle operazioni passive. Ma l'esperienza, degli inconvenienti cui la diffusione della cosiddetta «banca mista» può dar luogo, ha consigliato di operare la separazione fra credito ordinario e credito mobiliare. Dopo la grande depressione del 1920-32 in tutti i paesi si è manifestata la tendenza a vietare alle banche ordinarie l'esercizio del credito a medio e a lungo termine e a riservarlo ad istituti speciali, privati o pubblici o controllati dallo Stato.

In Italia la separazione dei due tipi di organismi, spontaneamente iniziata sotto la pressione della crisi del 1929, ricevette sanzione legale con la legge del 1936, come si dirà a suo tempo. Dopo l'ultima guerra vi è stato qualche ritorno ad organismi bancari non limitanti la propria attività al finanziamento a breve termine: una cospicua applicazione, sia pure parziale, del vecchio principio della banca mista, è quella delle cosiddette banche di sviluppo che vedono la luce nelle economie arretrate e sottosviluppate. Più avanti sarà, precisato il carattere e la portata di siffatti organismi.

§ 2. - Le banche di deposito e sconto.

In conformità alla stessa loro denominazione, le banche di deposito e sconto si procurano disponibilità monetarie mediante i depositi e concedono prestiti prevalentemente con le operazioni di sconto. I rivoli attraverso cui affluiscono i depositi sono numerosi, ma i più importanti sono indubbiamente due:

- a) quello proveniente dai privati cittadini, che preferiscono affidare alla custodia della banca, anziché tenere presso di sé, la parte di reddito eccedente il consumo corrente, in attesa di investirla in titoli pubblici o privati o in beni durevoli, ovvero in attesa di destinarla al consumo in un momento futuro; raramente il deposito è una vera e propria forma di investimento del risparmio;
- b) quello proveniente dagli uomini d'affari e dalle imprese di ogni ramo d'attività, che hanno convenienza a tenere presso la banca i fondi liquidi fino al momento dell'impiego.

Le somme depositate diventano di proprietà della banca, che si obbliga a restituirle a vista o a scadenza fissa, ovvero dietro preavviso e che corrisponde un interesse. Questo è per i vari tipi di deposito tanto maggiore quanto meno la banca è esposta a dover far fronte a ritiri improvvisi: è più elevato per i depositi a scadenza fissa, meno elevato per quelli ritirabili dietro preavviso, più basso per i depositi a vista.

I depositi ritirabili a vista, denominati generalmente «in conto corrente», danno luogo alla emissione degli assegni. Al «correntista» la banca concede il

diritto di trarre assegni, ordini dati alla banca di pagare a sé o a terzi una somma, fino all'ammontare del deposito. L'assegno funziona come mezzo di pagamento non solo in quanto — se accettato — estingue l'obbligazione del traente verso il beneficiario, ma anche in quanto, potendo essere trasferito mediante girata, può circolare dall'uno all'altro come moneta.

Con lo sviluppo dell'organizzazione bancaria e col diffondersi della abitudine fra imprese, uomini d'affari e pubblico di affidare alle banche il proprio servizio di cassa, l'assegno tende a conquistare un settore sempre più vasto nella massa totale dei pagamenti eseguiti nei vari paesi. Negli Stati Uniti e nell'Inghilterra non meno del 90% dell'ammontare globale degli scambi monetari si esegue attualmente col mezzo degli assegni; e taluni prevedono che la percentuale sia destinata ad accrescersi ulteriormente. Anche in Italia assistiamo ad un continuo incremento dell'uso di assegni, come si è detto sopra (Parte Prima, Cap. II).

La distinzione fra i depositi ritirabili a vista e quelli a scadenza, preventivamente fissata corrisponde, grosso modo, a quella fra conti di corrispondenza, e depositi fiduciari. Questi ultimi rappresentano, generalmente parlando, il risparmio, cioè il reddito di cui il soggetto decide di differire il consumo e che pertanto può essere avviato ad investimento. Gli altri invece sono né più né meno che giacenze di fondi temporaneamente disponibili e che da un momento all'altro possono venir ritirati o per essere consumati o per essere spesi in beni o titoli di investimento.

I depositi possono essere eseguiti sia in biglietti di banca (quando vigeva il sistema aureo si effettuavano anche in moneta metallica), sia in assegni tratti sulla banca che accetta il deposito ovvero su altre banche: naturalmente in quest'ultimo caso vengono riscossi dalla banca stessa, direttamente o in via di compensazione, prima di diventare la base del deposito.

§ 3. - Solvibilità e liquidità. Riserva monetaria e riservo bancaria.

In base alle disponibilità procuratesi coi depositi, la banca procede alla concessione di prestiti, la cui forma tipica è quella delle operazioni di sconto. Come si è ampiamente illustrato sopra, l'ammontare dei prestiti può superare, ed anche notevolmente, il volume dei depositi reali ricevuti. È nell'interesse della banca raggiungere la più grande estensione possibile dei prestiti per accrescere il guadagno che ne deriva; essa deve però rispettare il duplice freno della solvibilità e della liquidità.

Per conservarsi solvibile la banca deve vigilare perché il capitale che possiede e i crediti che vanta superino i debiti che ha verso i suoi creditori. Oltre a ciò, deve essere cura costante della banca di godere del maggior grado possibile di liquidità. Questa consiste nella possibilità di offrire contanti (e di mutare rapidamente in «contanti» capitale e crediti) per far fronte a richieste di depositanti e di mutuatari. La banca che, pur essendo solvibile, non è in grado di fronteggiare la domanda di contanti, difetta — come si suol dire — di liquidità.

Per ovviare a questo pericolo è predisposta la riserva monetaria, costituita di biglietti di banca (in qualche paese anche di moneta metallica), di una piccola scorta di moneta divisionaria e di titoli di Stato prontamente realizzabili ed assimilabili perciò alla moneta contante.

Quanto al rapporto fra riserva in contanti ed impegni a vista non esistono generalmente prescrizioni legislative. È affidata al criterio prudenziale delle banche la valutazione dei fattori che consigliano la percentuale più conveniente di riserva: abitudini di depositanti o mutuatari circa la intensità e la frequenza dei ritiri, grado maggiore o minore di frazionamento dei depositi, carattere dell'attività produttiva cui i prestiti forniscono capitale circolante, ecc. Dal punto di vista formale si può dire che l'entità della riserva tende ad essere quella che è appena superiore alla eventuale differenza fra ritiri e versamenti quotidianamente richiesti e offerti alla banca. Attualmente essa si aggira intorno al 10%.

Concorrono ad assicurare la liquidità i titoli di cui la banca si trova in possesso in conseguenza delle operazioni attive: cambiali e buoni del Tesoro che furono da essa scontati, crediti concessi (soprattutto, là dove si praticano, i crediti esigibili a domanda o entro pochi giorni: *money at call and short notice*).

Al momento del bisogno la banca può infatti fronteggiare le richieste di moneta, contante eccedenti la riserva monetaria ripiegando su quella che è stata chiamata la «seconda linea di riserva,» (*secondary reserve*) o riserva bancaria, e cioè può procurarsi contanti chiedendo ad altre banche (generalmente alla Banca centrale) il risconto delle cambiali e di altri titoli che essa ha scontato e possiede in portafoglio ovvero vendendo sul mercato i titoli di alto grado di liquidità (ovvero anche richiedendo la restituzione dei prestiti esigibili a domanda).

Riguardo alla funzione della riserva bancaria deve essere osservato che essa è efficace fino a quando solo alcune banche vengono a trovarsi nella necessità di renderla liquida; ché se tutte o molte banche al tempo stesso vendono ad esempio titoli, il valore di mercato di essi subisce inevitabilmente una grave falcidia.

§ 4. - *Lo sconto di cambiali e di altri titoli: cambiali commerciali e cambiali di comodo.*

In considerazione della necessità in cui può trovarsi la banca di chiedere il risconto o di vendere le cambiali scontate, ma, anche per tutelarsi contro il pericolo che alla scadenza esse non vengano estinte, è tenuta ad esercitare una particolare vigilanza, nella scelta delle cambiali ad essa presentate allo sconto.

Innanzitutto, essa cercherà di accettare allo sconto solo le cambiali commerciali, cioè quelle poste in essere in occasione di operazioni di commercio, per le quali si presume che il debitore, che ricevette merce, sarà in grado di pagare alla scadenza, perché nel frattempo avrà incassato il prezzo. Eviterà invece di scontare le *cambiali di comodo*.

Generalmente questo tipo di cambiali ha la seguente origine. *Primus*, fingendo di aver eseguita una compravendita con *Secundus*, trae una cambiale su di lui che, consenziente, la accetta: indi egli la presenta alla banca per lo sconto. Di solito *Secundus* per premunirsi contro il possibile abuso del titolo nei propri riguardi ottiene contemporaneamente di trarre una cambiale per lo stesso ammontare su *Primus*, che la accetta. Più semplicemente: *Primus* può sottoscrivere la cambiale all'ordine di *Secundus* e incaricare costui di farla scontare e di consegnargli la somma; in tal caso *Secundus* non è esposto ad abusi perché è *Primus* che resta obbligato verso la banca.

Benché non sempre sia agevole distinguere le cambiali commerciali dalle cambiali di comodo (da taluni dette cambiali finanziarie), è cura della banca di non appesantire il portafoglio di cambiali simulate.

§ 5. - Criteri che regolano le operazioni di sconto.

È ovvio poi che preoccupazione della banca debba essere anche di assicurarsi della solvibilità del debitore. Altro elemento importante è quello della scadenza della cambiale, dalla quale dipende la durata del prestito che la banca concede; normalmente le operazioni di sconto non superano i tre o quattro mesi.

Come si è detto a suo tempo, la banca trattiene sull'ammontare del titolo scontato una frazione quale interesse del prestito concesso. Tale frazione, che è il prezzo pagato dal creditore cambiario per ottenere in anticipo sulla scadenza la somma cui ha diritto, è detta sconto, e si commisura alla qualità della carta scontata, alla durata e alla fiducia che la firma riscuote. A parità di ogni altro elemento sarà più elevato lo sconto trattenuto cambiali con firme meno solvibili.

Analoghe considerazioni valgono per lo sconto degli altri titoli: buoni del tesoro (che negli ultimi tempi hanno assorbito una parte considerevole delle operazioni di sconto), note di pegno, ecc., e, entro certi limiti, anche le anticipazioni. Sono questi prestiti concessi su pegno di titoli (obbligazioni pubbliche o private, titoli rappresentanti merci, come note di pegno emesse dai magazzini generali) o di merci (materie prime, metalli preziosi).

La differenza fra operazioni di sconto ed anticipazioni è più di carattere giuridico che economico: mentre nello Sconto i titoli diventano proprietà della banca, che perciò ne può liberamente disporre (risconto, vendita, cessione), nell'anticipazione essi vengono solo costituiti in pegno a garanzia della restituzione del prestito concesso al proprietario di essi, che si riserva di venderli nel momento che ritiene più conveniente; nel frattempo si lascia anticipare dalla banca una parte del prezzo che ricaverà dalla vendita. Lo scarso sviluppo delle anticipazioni su merci è facilmente spiegabile se si considera il rischio che affronto la banca per le frequenti oscillazioni dei prezzi.

Nella riserva bancaria degli istituti di credito commerciale non si trovano più ormai titoli rappresentanti investimenti a lunga scadenza nelle imprese industriali, perché — come si è già accennato e come si dirà più ampiamente in

prosieguo — si viene dappertutto attuando il criterio della separazione del credito ordinario del credito mobiliare, in omaggio alla coordinazione fra operazioni passive ed attive.

Il compito di fornire alle imprese i fondi occorrenti per provvedersi di capitale fisso mediante concessioni di crediti a lunga scadenza oppure mediante acquisto di titoli (partecipazioni), viene assunto da istituti specializzati che, disponendo essi stessi di risparmio per lunghi periodi di tempo, non si trovano esposti a improvvise richieste di ritiri.

§ 6. - Il saggio di interesse e il saggio di sconto.

Si è più volte parlato del saggio di interesse corrisposto dalla banca sui depositi e del saggio di sconto ricevuto sui prestiti concessi e si è pure fatto cenno degli elementi che concorrono a determinare il livello rispettivo. Ora è arrivato il momento di mostrare come essi siano strettamente collegati e come dal loro armonico andamento risulti assicurato il coordinamento di operazioni attive e di operazioni passive.

Si supponga che in un determinato momento la banca riceva richiesta di prestiti in misura eccedente le disponibilità dei depositi; mediante il simultaneo innalzamento del saggio di interesse sui depositi e del saggio di sconto sui prestiti la banca è in grado di far corrispondere il *volume* delle operazioni passive a quelle attive. Infatti l'accresciuto saggio d'interesse tende a stimolare i depositi, mentre il più elevato saggio di sconto scoraggia le richieste di prestiti.

Analogamente, se i depositi affluiscono alla banca in misura superiore alla possibilità di impiego nei prestiti, la simultanea riduzione del saggio di interesse sui depositi e del saggio di sconto sui prestiti permette alla banca di eliminare il disquilibrio: alla simultanea variazione dei saggi segue infatti un indebolimento nell'afflusso dei depositi ed una intensificazione nella richiesta dei prestiti.

La manovra simultanea dei saggi serve a far corrispondere i due tipi di operazioni non soltanto quanto al loro ammontare ma anche quanto alla durata. Se ad esempio i prestiti appaiono avere in media una durata superiore a quella dei depositi, l'elevazione del saggio di interesse sui depositi ne fa crescere la durata, agendo come allettamento per i depositanti, che tendono perciò a ritardare il ritiro delle somme depositate; d'oltra parte coloro che domandano prestiti, dovendo affrontare un peso maggiore per l'accresciuto saggio di sconto, tendono ad accontentarsi di prestiti per un periodo ridotto.

Si suol dire che la manovra simultanea dei saggi provvede anche far corrispondere oneri e frutti. Ciò non va inteso nel senso che i due saggi tendano a coincidere: poiché il saggio di interesse sui depositi è uno solo degli elementi del costo che la banca affronta per offrire i prestiti, e più esattamente, per offrire una unità, di prestito (i rimanenti elementi derivano dal complesso dei servizi inerenti alla, gestione bancaria), è ovvio che il saggio di sconto debba essere superiore al saggio d'interesse sui depositi.

Come per ogni altro tipo d'impresa prezzo di vendita e costo di produzione tendono a livellarsi, così anche per la banca il prezzo (saggio di sconto) di ciò che essa offre (prestiti) tende ad essere uguale al costo (saggio d'interesse sui depositi, accresciuto degli altri elementi dei servizi connessi alla gestione bancaria). Anche per la banca vale infatti il ragionamento che fino a quando il saggio di sconto è superiore al costo della offerta, di prestiti è conveniente estendere l'offerta; e non appena si palesa la relazione inversa è gioco forza restringere l'offerta.

Considerando poi le banche in concorrenza, fra loro si può aggiungere che il saggio di sconto tende a portarsi al livello del costo affrontato dalla banca operante in condizioni più onerose, fra quelle la cui offerta è necessaria ad approvvigionare il mercato. In tal modo la formazione del prezzo di uso del capitale è ricondotta al principio che regola la formazione del prezzo dei beni in condizione di concorrenza.

§ 7. - I rapporti fra le banche nell'economia contemporanea.

Questa conclusione ha però solo validità, ipotetica. L'esperienza recente ha dimostrato che nella, funzione monetaria e in quella creditizia i vantaggi della riduzione del costo che accompagnano la concorrenza fra le banche sono più che neutralizzati dai danni del sistema di competizione.

Più che ottenere la riduzione del costo qui è estremamente importante adeguare il medio circolante ai bisogni della circolazione e spostare il potere di acquisto maniera più conveniente all'economia sociale. Perciò nel settore bancario va sempre più attenuandosi il regime di concorrenza. Oltre al progressivo mutamento strutturale e funzionale della banca centrale, che peraltro fu sempre riguardata come investita di funzione pubblica, si assiste attualmente anche ad una modificazione dei rapporti fra le *banche ordinarie* nel senso di una più accentuata e consapevole collaborazione fra loro e di una maggiore dipendenza del sistema bancario dalla banca centrale; talvolta anche alla nazionalizzazione delle banche ordinarie.

Come illustrazione della nuova tendenza si può qui ricordare che in Italia i saggi di remunerazione non sono fissati dalle singole banche in concorrenza, ma di comune accordo mercé il cosiddetto cartello bancario che, sorto dapprima spontaneamente, fu nel 1984 reso obbligatorio (1). La Banca d'Italia era impegnata a far rispettare l'accordo dalle banche ordinarie, dagli istituti di

1) Per l'analogia esistente fra questo accordo e le coalizioni di imprese rivolte a limitare la concorrenza, si parla anche qui di cartello. Si veda in proposito l'accento alla politica dei cartelli contenuto nel volume, *Economia Politica. Il prezzo e la distribuzione*, op. cit., Cap. XI, § 3; inoltre il mio volume: *I sindacati industriali*, Milano, Giuffrè, 1937. Terza edizione, nonché le due raccolte di studi: *Concorrenza e monopolio nell'economia italiana*; *Concorrenza e monopolio nell'economia internazionale*, Milano, Vita e Pensiero, 1960.

credito di diritto pubblico, dalle casse di risparmio. Successivamente è di venuto di nuovo volontario.

Questo accenno ci conduce a trattare della Banca centrale, alla quale spetta il compito di dirigere e coordinare l'attività delle banche e degli istituti di credito. Ad essa dobbiamo ora rivolgere la nostra attenzione, salvo a ritornare sull'argomento testé esaminato quando occorrerà, precisare il rapporto intercedente fra banche ordinarie e banca centrale riguardo all'offerta dei prestiti e alla manovra dello sconto

CAPITOLO XII.

GLI ISTITUTI DI CREDITO COMMERCIALE

B) LE BANCHE DI EMISSIONE

§ 1. - Origine e sviluppo delle banche di emissione.

Le banche di emissione discendono dagli antichi banchi pubblici di cui si è sopra parlato nel tracciare la evoluzione bancaria e che ebbero largo sviluppo nel basso medioevo. Però nella struttura e funzione attuali esse si ricollegano per lo più — quando non ne rappresentano la diretta continuazione — alle banche che nell'epoca moderna, per aver prestato aiuto finanziario agli Stati, ottennero il privilegio della emissione (Banca d'Inghilterra, Banca di Francia).

Anche là dove mancò questa particolare circostanza e l'avvento della banca d'emissione corrispose alla crescente necessità di espansione di mezzi monetari voluta dallo sviluppo produttivo, l'emissione sorse in condizione di *monopolio*.

Successivamente però, con l'attenuarsi dei bisogni finanziari degli Stati, che ormai godevano di largo gettito di tributi dalla economia in via di sviluppo, e con l'accrescersi della necessità del credito di pari passo con l'intensificarsi della produzione e dei traffici, veniva meno la ragione della concessione del privilegio monopolistico e al tempo stesso si rivelava la opportunità di estendere la facoltà, di emettere biglietti a più istituti operanti in concorrenza.

Ma l'esperienza doveva poi dimostrare che l'emissione non si giova della condizione di concorrenza, ed anzi ne resta danneggiata. Le banche in lotta fra di loro per la diffusione dei propri biglietti finiscono per dar luogo ad un ammontare di circolazione che eccede i bisogni dell'economia nazionale e a provocare turbamenti nei prezzi, nella produzione e nei rapporti con le economie di altri paesi. Si inizia così il ritorno al sistema della *unità dell'istituto di emissione* che attualmente è in vigore quasi dappertutto.

Negli Stati Uniti vige il sistema della *pluralità di emissione*. Tutto il territorio del Paese è diviso in 12 Distretti, in ciascuno dei quali opera una Banca facente parte del Sistema Federale della Riserva.

Le varie banche federali adottano una politica creditizia rispondente alle caratteristiche peculiari delle regioni del distretto a cui ciascuna appartiene. precisamente la varietà di ambiente economico delle varie parti della grande

repubblica stellata che dà ragione della pluralità del sistema di emissione colà vigente. Però tutte le banche obbediscono a direttive unitarie, che vengono impartite dal Consiglio Federale della Riserva (Federal Reserve Board) residente nella capitale.

Si suole affermare che il nuovo ordinamento dell'emissione nella Germania Occidentale, stabilito sotto l'influenza delle autorità d'occupazione, gli stessi caratteri del sistema americano. Ciò è vero solo in piccola parte. Infatti, è esatto che esistono colà diverse Banche Centrali e cioè tante quanti sono gli Stati (Lander) di cui si compone la repubblica, germanica. Vi è una Zentralbank per ciascuno degli Stati e si chiama appunto Landerzentralbank: Baden-Württemberg, Baviera, Brema, Amburgo, Assia, Bassa Sassonia, Renania del Nord e Vestfalia, Palatinato Renano, Schleswig-Holstein. Però questo decentramento non risponde ad una pluralità di direttive creditizie del tipo di quella in vigore negli Stati Uniti ma solamente ad una reazione all'accentramento eccessivo a cui era giunta la Reichsbank fino alla disfatta militare del Paese. Si può affermare che, mentre negli Stati Uniti fu una ragione economica, qui fu una preoccupazione politica che determinò il principio della pluralità.

Il Consiglio della Banca d'emissione nella Germania Occidentale è composto dai presidenti delle varie Banche Centrali degli Stati, che eleggono il Presidente del Consiglio stesso.

Sicché, a differenza che negli Stati Uniti, esiste, oltre alle Banche Centrali degli Stati, una Banca di Emissione (attualmente a Francoforte), che si chiama appunto Banca degli Stati Germanici (Bank deutscher Lander), la quale sola è competente a stabilire la linea di condotta da seguire (1).

Recentemente è stata attuata una, nuova riforma della Banca di emissione nella Germania Occidentale (legge del 10 agosto 1957). Al posto dell'ordinamento esistente è subentrata la Banca Federale Germanica (Deutsche Bundesbank). Questa è continuazione della Banca dei Paesi Germanici (Bank deutscher Lander), con la importante variazione dell'accentramento in un unico ente (Deutsche Bundesbank) di molte funzioni prima ripartite fra l'organismo centrale e le banche dei diversi Lander. Queste conservano il nome di Landeszentralbank, ma sono in realtà organi regionali della Banca Centrale. La suprema autorità rimane il Consiglio della Banca Centrale; ma i suoi compiti sono assai più estesi del Consiglio precedente. Quest'ultimo, oltre alla esclusiva competenza in materia di politica bancaria e creditizia, determinava solo la condotta di affari della Banca dei Paesi Germanici e la comune politica monetaria nei differenti Lander. Il nuovo Consiglio ha in aggiunta il potere di determinare direttive generali sia per la gestione sia per la condotta di affari

1) Per un raffronto fra il sistema degli Stati Uniti e quello attualmente esistente nella Germania occidentale si veda: *Notenbank Verfassung und Notenbankentwicklung* in, U.S.A. und in Westdeutschland, Berlino 1955.

delle varie Banche e di dare anche istruzioni in casi particolari sia a queste Banche sia al Direttorio, che è organo esecutivo del Consiglio stesso.

Con questa nuova configurazione è ancora più chiaro non esservi parallelismo col sistema statunitense, come si era da taluni erroneamente sostenuto sulla base del precedente ordinamento.

In altri paesi si riscontra quello che è stato denominato sistema di *emissione mista*, in cui oltre ad una grande banca attendono alla emissione anche talune banche minori.

Di questo tipo era il sistema italiano fino al 1927, allorché l'emissione, fino allora praticata anche dal Banco di Napoli e dal Banco di Sicilia, fu accentrata nella Banca d'Italia. È appena il caso di far notare come la pluralità delle banche di emissione in Italia, era il portato di condizioni storiche, come verrà subito precisato, e non già, il risultato di una deliberata e consapevole decisione di politica monetaria. Non era qui in gioco una necessità di diversificazione di politica monetaria e creditizia per la accentuata varietà di ambiente economico regionale. Né si trattava d'accoglimento del principio liberistico della pluralità di emissione sostenuto nel secolo scorso da alcuni autori (Ferrara). Ciò contribuisce a spiegare come si dovessero verificare seri inconvenienti e come si fosse del tutto impreparati a prevenirli e a fronteggiarli in altro modo che lasciando gradualmente farsi strada l'opposto principio della unità di emissione.

§ 2. - *L'evoluzione delle banche di emissione in Italia.*

Al tempo dell'unificazione del Regno d'Italia l'emissione dei biglietti veniva fatta simultaneamente da sei differenti banche:

- a) la Banca Nazionale Sardo, fondata nel 1849, che operava in Piemonte;
- b) la Banca Nazionale Toscana, istituita nel 1857, che esplicava la propria azione nel Granducato di Toscana;
- c) il Banco dello Stato Pontificio, che agiva nello Stato omonimo;
- d) la Banca Toscana di Credito, la cui origine risaliva al 1860;
- e) il Banco di Napoli, sorto già nel 1539, che aveva ottenuto il privilegio dell'emissione nel 1866;
- f) il Banco di Sicilia, che vanta un'origine ancor più remota e a cui nel 1869 era, stata accordata la facoltà dell'emissione (1).

1) È bene ricordare che al momento dell'unificazione politica del Paese, si trattò innanzi tutto di attuare l'unificazione della lira decimale al posto delle varie specie metalliche circolanti nel territorio dello Stato. Era allora assai diseguale la distribuzione territoriale del medio circolante metallico; inoltre assai basso era il livello generale di monetizzazione, in termini assoluti e per abitante. Ancor meno rilevante era l'importanza delle specie cartacee, che circolavano in poche regioni servite da banche di emissione, in connessione con l'attività creditizia di tali banche, svolta in concorrenza con banchieri e banche private. Al momento dell'unificazione politica, l'ammontare assoluto delle specie cartacee non raggiungeva un quinto della massa monetaria complessiva. Si veda: DE MATTIA, *L'unificazione monetaria italiana*, Torino, 1959, p. 4-6.

Questa pluralità di banche di emissione manifestò gravi inconvenienti, soprattutto nei periodi di inconvertibilità dei biglietti (1866, 1893) allorché i pericoli di eccessi di circolazione diventavano assai preoccupanti. Un primo tentativo di unificare il potere di emissione fu compiuto nel 1874, allorché fu costituito un sindacato delle sei banche e al tempo stesso fu imposto un fondo di riserve per ciascuna di esse. Il passo doveva però palesarsi poco efficace. La deficienza del sistema consisteva nella esistenza contemporanea di biglietti inconvertibili e di biglietti con una limitata convertibilità.

Successivamente, a seguito della crisi monetaria del 1889 che condusse alla prima inchiesta sull'amministrazione delle banche di emissione e al tempo delle polemiche del 1892 quando, si giunse ad accertare abusi di emissione da parte della Banca Romana (così venne denominata la Banca dello Stato Pontificio nel 1870, alla presa di Roma) e altri disordini in quasi tutte le rimanenti banche di emissione, si gettarono le basi per una sostanziale, ancorché non definitiva, riforma.

Nel 1893 il privilegio dell'emissione veniva ristretto a tre istituti: il Banco di Napoli, il Banco di Sicilia e la Banca d'Italia, risultante, quest'ultima, dall'incorporazione e fusione della Banca Nazionale Toscana e della Banca Toscana di Credito nella Banca Nazionale del Regno d'Italia — il nome assunto nel 1865 dalla Banca Nazionale Sarda — che a sua volta aveva assorbito la Banca Romana.

La evoluzione doveva giungere al termine nel 1927. Si perveniva allora alla unificazione dell'emissione: il Banco di Napoli e il Banco di Sicilia cessavano d'essere banche di emissione (venivano dichiarate banche di diritto pubblico) mentre solo la Banca d'Italia conservava la facoltà di emettere biglietti.

§ 3 - Il principio della unità di emissione.

L'unità d'emissione risponde a diversi vantaggi:

- a) maggior sicurezza nell'impiego dei biglietti;
- b) più agevole controllo del credito;
- c) più adeguata assistenza alle finanze statali in determinate circostanze.

Ma il criterio decisivo, che con maggiore o minore rapidità e intensità, va penetrando nei vari paesi e che viene orientando le riforme dei sistemi d'emissione, è:

- d) che la banca centrale non è un organismo operante a fine di lucro ma è una istituzione chiamata a servire un interesse pubblico e ha la responsabilità e i poteri di esercitare un compito direttivo sulla struttura monetaria e creditizia del paese.

Il riconoscimento di quest'ultima funzione della banca centrale ha portato finanche alla revisione dei rapporti fra essa e lo Stato. Come è noto, la banca centrale in quasi tutti i paesi è la banca fiduciaria dello Stato, di cui riceve e gestisce i fondi, a cui anticipa il danaro, in favore di cui si adopera per collocare i prestiti, ecc. Si usa dire che la banca di emissione, in Italia, come anche in altri

Paesi, è divenuta la banca delle banche, volendosi con ciò esprimere che i rapporti che essa ha coi privati sono ormai enormemente ridotti rispetto a quelli che essa mantiene con gli organismi bancari, di guisa che viene a cessare la materia di competizione fra questi ultimi e la banca di emissione.

In realtà, più appropriata è la designazione della banca centrale come *banca dello Stato* perché il sensibile e continuo accrescersi dell'attività economica della pubblica amministrazione porta ineluttabilmente a questo spostamento di rapporti. Infatti, le operazioni della Banca d'Italia con le banche rappresentano una tenue frazione del bilancio della Banca stessa. Si deve poi tener conto dei depositi speciali per riserve obbligatorie in contanti o in titoli di Stato che le banche devono tenere presso l'istituto di emissione (1).

Negli ultimi tempi la banca centrale tende finanche a diventare proprietà dello Stato. L'esempio più significativo a questo riguardo è fornito dalle recenti nazionalizzazioni: Banca di Francia, Banca d'Inghilterra, Banca Centrale della Repubblica Argentina, Banca della Riserva dell'India, Banca dei Paesi Bassi, Banca di Norvegia (2): gli azionisti ricevono titoli di Stato e così la banca viene statizzata.

La funzione di interesse pubblico riconosciuta alla banca giustifica i poteri che le vengono attribuiti: facoltà, di chiedere informazioni e rivolgere raccomandazioni alle banche private; facoltà di dare ad esse direttive per assicurare il successo della politica monetaria e creditizia ufficiale, ecc. La comprensione di questa evoluzione è grandemente agevolata se la si pone in relazione all'affermarsi della *politica attiva della congiuntura* e della *politica della piena occupazione*, di cui si è parlato a proposito delle condizioni del funzionamento del sistema aureo.

In Italia questo carattere della banca di emissione, quale organismo esercitante una imprescindibile funzione di interesse collettivo, è stato stabilito con vari provvedimenti, culminanti nella legge del marzo 1936: esso risulta sia dal mutamento dell'ente stesso, che non è più società per azioni ma istituto di

1) Nel gennaio 1962 il Comitato Interministeriale del Credito stabiliva che la percentuale complessiva dei depositi da vincolare presso la Banca d'Italia che, a norma delle decisioni dello stesso Comitato del 4 agosto 1947 e dell'11 gennaio 1953, non doveva eccedere il 25 per cento della massa dei depositi, a partire dal 31 gennaio 1902 non dovrà eccedere il 22,5 per cento.

2) Le statizzazioni indicate nel testo sono avvenute in questo dopoguerra. La lista completa dovrebbe però includere anche Romania, Jugoslavia, Ungheria, Cecoslovacchia; Albania, Polonia, Germania Orientale, Cina comunista, Corea del Sud, Indocina. Nel periodo precedente alla grande depressione (1930) erano state statizzate alcune banche centrali: Svezia, Finlandia, Australia, Iran, Uruguay, Nicaragua, oltre, naturalmente, Russia. Successivamente, e cioè dal 1931 al 1945: Danimarca, Nuova Zelanda, Canada, Bolivia, Costa Rica, Irlanda, Afghanistan, Siam, Paraguay. Non mancano Paesi con Banca centrale a capitale misto: Belgio, 50% capitale privato e 50% capitale statale; Messico, 49% e 51%; Cuba, 49% e 51%; Pakistan, 49% e 51%; Brasile 55% e 45%; Colombia, 60% e 40%.

diritto pubblico, sia dalla vigilanza che esercita sulle aziende di credito, dalla parte che ha nella determinazione dell'indirizzo generale della politica creditizia del paese (il governatore della Banca d'Italia è a capo dell'Ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito, l'organo che controlla da vicino l'attività delle banche). Non pare che in questo campo siano da attendere altre innovazioni oltre quelle di carattere formale ed organizzativo.

§ 4. – *L'emissione dei biglietti.*

L'operazione passiva tipica della banca centrale è l'emissione dei biglietti. Sulla imposizione o meno di un limite alla emissione si è svolta una annosa controversia fra gli studiosi. Essa non ha ormai che significato storico perché la pratica ha per un periodo relativamente lungo deciso concordemente la questione nel senso affermativo.

Ma non è fuori di luogo ricapitolare i termini della discussione, svoltasi in Inghilterra nella prima metà del secolo scorso prima della riforma di quella banca d'emissione (Atto di Peel, 1844) e che è nota sotto il nome di controversia fra *scuola monetaria* (seguace del *currency principle*: principio monetario) e *scuola bancaria* (sostenitrice del *banking principle*: principio bancario).

I propugnatori del principio monetario sostenevano la necessità di porre un limite alla emissione dei biglietti. Essi partivano dalla considerazione seguente: nessun pericolo d'eccesso di medio circolante vi è in una circolazione metallica perché, attraverso l'aumento dei prezzi, l'aumento delle importazioni e l'uscita di moneta metallica necessaria per pagarle, si contrae il medio circolante fino ad adattarsi ai bisogni del mercato e a riportare i prezzi al livello precedente. Occorre aver presente però che, se accanto alla moneta metallica circolano i biglietti e il volume di questi viene eccessivamente accresciuto, la parte eccedente non esce dal paese perché i biglietti non sono accettati all'estero: si esporta l'oro. Di conseguenza da una parte si possono perdere le riserve auree, dall'altra non vi è modo di arrestare la svalutazione dei biglietti e l'aumento dei prezzi. La conclusione è che si richiede l'imposizione di un limite alla emissione.

Obbiettavano i teorici del principio bancario che i biglietti eccedenti i bisogni del mercato finiscono per ritornare alla banca per essere convertiti in oro. Per pagare le accresciute importazioni, conseguenti all'aumento dei prezzi, occorrerà infatti che gli importatori si procurino moneta metallica cedendo biglietti. Perciò si affermava da costoro — non vi è alcun bisogno di segnare un limite alla emissione: la banca stessa avrà interesse a non eccedere nella emissione per non vedere assottigliata la propria riserva metallica.

Secondo l'affermazione del Tooke (*History of Prices*) e dei suoi seguaci, il sistema bancario esercita un compito passivo nell'accrescimento o riduzione dell'offerta monetaria a seconda delle esigenze del mercato, in quanto il processo si svolgerebbe pressoché automaticamente.

Ma una duplice considerazione vale a mostrare il punto debole di quest'ultima argomentazione: — innanzi tutto, niente lascia pensare che il

pericolo di una eventuale perdita di metallo debba essere freno efficace per trattenere la banca dall'eccedere nella emissione; d'altra parte, è vero che alla banca si rivela la conseguenza dell'errore commesso; ma ciò accade quando è evidentemente troppo tardi. Allorché i biglietti esuberanti vengono presentati per la conversione non è più possibile arrestare la perdita di oro: la banca può trovarsi in condizioni di non poter convertire tutti i biglietti presentati agli sportelli.

In conformità di questa conclusione, dappertutto è stato adottato un limite alla emissione dei biglietti.

§ 5 - I criteri per regolare l'emissione dei biglietti.

Tra i vari criteri escogitati il più frequente è quello della riserva proporzionale.

Viene fissata una proporzione minima fra le riserve metalliche e l'ammontare dei biglietti emessi (e talora, anche depositi a vista). La tendenza affermata negli ultimi tempi era del 40% (questa percentuale vigeva anche in Italia prima della sospensione della convertibilità).

Come è facile pensare, la garanzia di convertibilità è tanto maggiore quanto più alta è la riserva. D'altra parte un'alta percentuale di riserva irrigidisce alquanto la circolazione. Per dare una, certa, elasticità al sistema in taluni paesi si permette alla banca di superare, in casi eccezionali, il limite segnato e solo la si obbliga a pagare una tassa progressiva sulla quantità di biglietti eccedente ovvero richiedere una speciale autorizzazione del Governo, ovvero ad elevare il saggio ufficiale di sconto di 1/2 per cento per ogni abbassamento dell'1% della riserva stabilita per legge.

Non privo di rigidità è il criterio della riserva parziale.

Questa venne adottata in Inghilterra con l'Atto di Peel del 1844. Fino ad un certo ammontare i biglietti sono garantiti da crediti della banca verso lo Stato; al di là, di quel limite, i biglietti sono coperti per intero da riserva aurea.

Ancora più rigido è quello del contingente massimo di emissione (applicato in Francia fino al 1928 ed ormai non più adottato da nessun paese), che obbliga la banca a non oltrepassare il limite una volta segnato, qualunque sia la consistenza, della riserva.

Si può infine ricordare il criterio della riserva fiduciaria (che si ebbe negli Stati Uniti fino al 1914) in base al quale la garanzia dei biglietti era rappresentata dai titoli del debito statale depositati presso il Tesoro.

Con la riforma del 1914 anche colà, si passò alla riserva proporzionale. L'intero territorio fu diviso in 12 distretti, aventi ciascuno una banca di emissione (Federal Reserve Banks), la cui attività è coordinata e controllata da un organo centrale (Federal Reserve Board), come si è sopra spiegato.

La riforma degli Stati Uniti sanciva una percentuale minima di 35 in contropartita dei depositi e di 40 in copertura dei biglietti. Sembra che essa abbia esercitata notevole influenza sulle disposizioni adottate successivamente dalle

banche centrali nei vari continenti. Come si è detto, l'Italia adottò, col ritorno all'oro, la copertura del 40%; la Francia quella del 35%. Intorno a quell'epoca quasi tutte le banche centrali (fatta eccezione di quelle di Inghilterra, di Finlandia, di Norvegia e del Giappone, che restavano fedeli al sistema di riserva parziale) erano tenute ad una riserva legale variante dal 30 al 50%. Dopo la grande depressione alcuni paesi, per potersi servire riserve a saldo di debiti esteri, ridussero la percentuale; taluni (Germania e Italia) sospesero le prescrizioni relative alla copertura.

In molti paesi attualmente solo una parte della riserva è tenuta in oro (verghe o, più raramente, monete). La parte rimanente è impiegata in titoli di paesi con moneta a base aurea (Buoni del Tesoro, divise estere e anche depositi bancari nei paesi con moneta forte).

Ciò nonostante, solo approssimativamente si può ancora parlare di un sistema del cambio aureo che, come si è detto sopra, diede una forte spinta a questa forma di composizione della riserva all'epoca della reintegrazione del sistema aureo dopo la prima guerra mondiale. In realtà, è stato più ristabilito l'obbligo della conversione dei biglietti in metallo o in divise secondo la prescrizione vigente fino all'epoca della grande depressione.

§ 6. - *Caratteristiche delle operazioni della banca di emissione.*

La banca d'emissione regola la circolazione monetaria e creditizia, soprattutto mediante le operazioni di sconto e si vale principalmente della manovra del saggio di sconto. A seconda della maggiore o minore larghezza, con cui risponde alla domanda di moneta, determina l'ampiezza della circolazione; innalzando o abbassando il saggio di sconto, frena, o incoraggia la domanda e, per questa via, frena o stimola l'espansione degli affari.

Si dice saggio ufficiale di sconto la remunerazione percentuale che la banca d'emissione esige sui prestiti concessi, per distinguerlo dal saggio libero di sconto, che è quello praticato delle banche ordinarie.

Di solito la banca d'emissione esige garanzie maggiori di quelle domandate dalle banche ordinarie ed accetta solo titoli di prim'ordine mentre esclude quelli suscettibili di variazione di valore (le cambiali e gli altri titoli di credito scontati dalla Banca d'Italia debbono avere *scadenza massima di quattro mesi* e devono essere muniti di almeno *due firme di persone notoriamente solvibili*).

Nei paesi in cui la banca d'emissione è collocata in tutto su un piano superiore alle banche ordinarie, con le quali non si trova più pertanto in concorrenza, là dove cioè oltre ad essere la banca centrale è anche la banca delle banche, essa non compie operazioni di sconto in favore di privati (eccetto in casi eccezionali), ma solo risconta il portafoglio delle banche (questa è la condizione attuale della Banca d'Italia).

In periodo di guerra, quando l'attività, economica per la massima parte è rivolta ad esigenze determinate dagli organi statali, gli impieghi della banca di emissione in operazioni di sconto a favore delle banche si restringono

enormemente perché il portafoglio cambiario delle banche si assottiglia fino a vuotarsi del tutto. Allora assumono grande importanza le anticipazioni straordinarie della banca di emissione a favore del Tesoro, che se ne vale per il finanziamento della guerra. Quasi tutta la circolazione monetaria diventa allora circolazione per conto del Tesoro, mentre si riduce a cifre insignificanti la circolazione per conto del commercio. *(Al 31 dicembre 1945 i risconti della Banca d'Italia a favore delle banche erano di appena 852 milioni, mentre le anticipazioni straordinarie al Tesoro toccavano i 343 miliardi; la circolazione dei biglietti era di 296 miliardi).*

In tal circostanze il risparmio del pubblico arriva al processo produttivo per via indiretta: il pubblico deposita alle banche; queste, non potendolo impiegare a finanziare le imprese perché il settore di economia privata si è ormai enormemente ridotto, lo fanno affluire alla banca di emissione; la banca di emissione lo dà in anticipazioni al Tesoro, che sovvenziona le imprese.

§ 7. - L'offerta dei prestiti e la manovra dello sconto della banca d'emissione.

A differenza che per le banche ordinarie non è facile individuare il criterio che la banca d'emissione segue nel determinare l'offerta dei prestiti e il livello del saggio di sconto. Essa, non incontra un onere per la emissione dei biglietti, e d'altra, parte, trovandosi in condizione di monopolio, non è neanche tenuta ad attenersi al costo eventualmente affrontato.

Per fissare dei principi che possano illuminare intorno alla condotta della banca d'emissione nella concessione dei prestiti e nella fissazione del saggio di sconto, conviene considerare distintamente due casi:

- a) che essa sia vincolata alla custodia, delle riserve;
- b) che persegua un diverso obiettivo.

Dato una scorta metallica di un certo ammontare la banca non concede prestiti al di là del limite consentito dal rapporto fissato per legge. Correlativamente, il saggio di sconto deve essere tale da rendere uguale la domanda di prestiti sotto forma di biglietti, all'offerta che la banca può compiere, tenendo conto della riserva. Adottando un saggio di sconto più tenue, provocherebbe un'estensione di prestiti tale che la riserva si paleserebbe insufficiente a far fronte alle richieste di conversione dei biglietti. Se poi avesse a domandare un saggio più alto, i prestiti concessi si ridurrebbero e una parte della riserva resterebbe inoperosa.

D'altra parte: se si manifesta la minaccia di perdita di oro, sia che provenga dall'interno, perché i prestiti concessi dalla banca d'emissione hanno già, raggiunto una, cospicua estensione, sia che provenga, dall'estero, perché ad esempio il corso dei cambi è divenuto sfavorevole, l'aumento del saggio di sconto serve a custodire la riserva. Nel primo caso il rialzo dello sconto, riducendo la domanda di prestiti, ristabilisce la proporzione fra la riserva e la quantità di biglietti. Nel secondo caso il medesimo rialzo, attraendo capitale dall'estero e invogliando capitale straniero a non lasciare il paese come anche

capitale nazionale o restare in patria, influenza favorevolmente il corso dei cambi e impedisce (o arresta) l'uscita di oro.

La banca centrale può tendere ad un particolare obiettivo, ad esempio quello di conservare quanto più possibile stabile il livello dei prezzi. Indubbiamente essa dovrà esercitare la propria influenza col far variare l'ammontare della circolazione, e dovrà, servirsi principalmente della manovra del saggio di sconto. Per ridurre il volume della circolazione ricorre all'inasprimento dello sconto, che comprime i redditi monetari e i prezzi e restringe l'attività produttiva. Per allargare la circolazione abbassa il saggio di sconto, ponendo in essere gli effetti opposti.

§ 8. - Rapporti fra saggio ufficiale e saggio di sconto.

Evidentemente, perché tali influenze sull'intera circolazione siano efficaci si richiede che la condotta della banca d'emissione sia secondata dalle banche ordinarie.

Bisogna, ora brevemente vedere quale sia la rispettiva posizione dell'istituto d'emissione e delle banche ordinarie in rapporto al livello dei due saggi di sconto. Ciò è tanto più necessario esaminare in quanto negli ultimi tempi la posizione di dipendenza delle banche ordinarie rispetto alla banca centrale si è attenuata, soprattutto in conseguenza delle grandi disponibilità che il diffondersi dell'uso dell'assegno fa affluire alle prime. Va diventando meno frequente il ricorso di queste alla banca centrale per ottenere mezzi di pagamento.

Data questa condizione di fatto, non è da escludere che il rialzo del saggio ufficiale, mentre riduce l'offerta di biglietti della banca d'emissione, resti senza efficacia sull'offerta dei prestiti delle banche ordinarie concessi col diritto di trarre assegni, perché appunto le banche hanno sufficienti disponibilità.

Ciò deve essere senz'altro ammesso: ma si tratta di situazione che non è destinata a durare. Innanzi tutto, la diminuzione dei prestiti in biglietti, attuata dalla banca centrale, riduce l'ammontare dei biglietti disponibili sul mercato e di conseguenza i depositi di biglietti presso le banche ordinarie: ciò significa che viene a ridursi la base dei prestiti che queste banche possono fare.

Se, ciò nonostante, esse intendono proseguire con ritmo inalterato nella concessione di prestiti ed anzi assorbire anche la clientela della banca centrale respinta dall'alto saggio ufficiale, devono scegliere fra il risconto presso la banca centrale, che accresca le proprie riserve di biglietti, e l'aumento del saggio d'interesse sui depositi, che attiri nuovi fondi, da destinare a riserva; tanto più che parte dei propri depositi potranno essere stati nel frattempo attratti dall'istituto d'emissione, se questo ha accresciuto il saggio d'interesse insieme al saggio di sconto.

Il maggiore onere affrontato in entrambi i casi (è chiaro che il saggio di risconto deve essere stato anch'esso accresciuto) le obbliga a sollevare il saggio

di sconto. Appare così che in definitiva il saggio libero non può a lungo andare allontanarsi da quello ufficiale, e tende ad essere ad esso superiore.

Si deve aggiungere che la banca centrale può anche riprendere il controllo del mercato prima ancora che si verifichino gli effetti indicati. E precisamente può espandere la circolazione o restringerla col comprare (e quindi cedere fondi) o col vendere (e quindi sottrarre fondi) titoli pubblici. Può ricorrere cioè alle operazioni sul mercato aperto (o sul mercato libero), dette così perché la banca, compra e vende i titoli direttamente sul mercato (*open market operations*).

Di ciò si parlerà con maggior ampiezza nel capitolo successivo, nel quale si farà il tentativo di esporre sistematicamente concetti che, a cagione della complessità della materia, sono stati enunciati frammentariamente nelle pagine che precedono.

CAPITOLO XIII.

CENNI SUL MERCATO MONETARIO

§ 1. - Concetto generale del mercato monetario.

S'intende per mercato monetario il complesso delle contrattazioni aventi per oggetto i prestiti in moneta a breve scadenza. Queste si compiono con carattere di continuità in ogni sistema economico in cui l'accentramento dei fondi liquidi nelle banche e in altri istituti permette a quanti svolgono una, qualsiasi attività economica di ottenerne la disponibilità, dietro pagamento di una remunerazione e sulla base della garanzia di titoli di alto grado di liquidità, per operazioni estendentisi a breve periodo di tempo.

Si parla invece di mercato finanziario o anche di mercato dei capitali per designare le contrattazioni riguardanti i prestiti occorrenti per investimenti di lunga scadenza.

Concettualmente — ed, entro certi limiti, anche praticamente — i due tipi di mercato possono essere distinti: sarebbe tuttavia erroneo ritenere che, in teoria ed in pratica, possa parlarsi di separazione dei due mercati. Essi sono invece fra, loro connessi e mutuamente si influenzano, come si vedrà più avanti.

Benché la formazione e l'organizzazione del mercato monetario obbediscano alle condizioni delle singole economie, si possono schematicamente delineare gli elementi costitutivi di ogni mercato monetario come segue.

Offrono prestiti nel mercato monetario:

a) le banche centrali (banche di emissione), sia per il tramite delle banche ordinarie, sia direttamente, a coloro che impiegano le somme ricevute in operazioni economiche di breve durata. L'evoluzione recente della banca di emissione, che tende a divenire la «banca delle banche» (come è avvenuto in Italia), porta a limitare sempre più l'azione diretta di essa nel mercato

monetario, senza che per altro risulti in modo decisivo attenuato o limitato il suo influsso sul mercato monetario stesso;

b) le banche ordinarie poi, e particolarmente le banche di credito commerciale, molte delle quali devono la loro esistenza proprio all'esigenza di fare affluire i fondi occorrenti all'esercizio delle varie forme di attività produttiva, concorrono in misura notevole all'offerta dei prestiti.

Tale offerta, si compie sempre direttamente, ad eccezione di quanto accade nel mercato monetario inglese, caratterizzato dall'opera di speciali intermediari (bill brokers), cui le banche commerciali cedono i prestiti, che essi a loro volta offrono ai clienti;

c) imprese di grandi dimensioni, che per la loro specifica attività (ad esempio società di assicurazioni) raccolgono forti quantità, di fondi liquidi;

d) speciali istituti, creati e dotati dallo Stato di fondi per specifiche incombenze (come casse di compensazione o di ammortamento) intervengono infine, sebbene non in forma continuativa, quali offerenti di prestiti.

Fanno domanda di prestiti (oltre che gli speciali intermediari denominati bill brokers di cui si è parlato, là dove esistano), soprattutto:

a) industriali e commercianti, per fornirsi dei fondi liquidi da servire da capitale circolante o capitale di esercizio;

b) lo Stato, allo scopo di superare temporanei disquilibri fra spese ed entrate, le quali ultime oscillano sensibilmente in alcuni periodi dell'anno;

c) gli operatori di borsa, cui le disponibilità liquide servono per negoziare i titoli, allo scopo di trarre vantaggio dalle variazioni delle quotazioni.

§ 2. - Funzione, sviluppo e organizzazione del mercato monetario.

Dalle nozioni che precedono discendono talune deduzioni riguardo:

a) alla funzione;

b) allo sviluppo;

c) all'organizzazione del mercato monetario.

La funzione è duplice: da una parte esso consente alle banche di impiegare proficuamente fondi temporaneamente disponibili, dall'altra serve a finanziare l'attività produttiva e commerciale privata, nonché a soddisfare in talune circostanze i bisogni monetari dello Stato. Negli ultimi anni il collocamento dei Buoni del Tesoro a breve scadenza è stato largamente facilitato dal mercato monetario in molti paesi.

Lo sviluppo è tanto maggiore quanto maggiore è la quantità, di fondi liquidi che si accumulano nelle banche (ciò dipende a sua volta dal maggior impiego di assegni bancari da parte del pubblico, dall'afflusso continuo di fondi dall'estero, attratti dalla stabilità e dal prestigio della moneta, ecc.) e quanto maggiore è la massa delle operazioni commerciali, interne ed internazionali, che sul mercato chiedono di essere finanziate. La posizione di prim'ordine, avuta

per molti anni dal mercato di Londra, si spiega appunto con la presenza di tutti questi elementi positivi, che qui non possono essere ulteriormente sviluppati.

L'organizzazione dipende dal tipo di operazioni che sono finanziate. Nell'ambito di ciascun mercato monetario vengono a formarsi come altrettanti mercati speciali, o sezioni di esso; e dalla prevalenza di un tipo di operazioni sugli altri resta caratterizzato l'intero mercato monetario. Così il mercato di Londra fu sempre caratterizzato da un ampio credito di accettazione; quello di New York dai *prestiti per operazioni di borsa* (prestiti pagabili a vista: *call loans*); mentre quelli di Parigi, Berlino, Milano dal mercato delle cambiali commerciali aventi origini da operazioni del mercato interno. In tutti poi si è sviluppato il mercato dei Buoni del Tesoro a breve scadenza.

§ 3 - Il saggio di sconto e l'equilibrio del mercato monetario.

Offerta e domanda dei prestiti variano continuamente. La prima dipende principalmente dall'ammontare dei depositi presso le banche ordinarie e delle riserve metalliche presso la banca di emissione, ovvero, in mancanza di un vincolo fra riserva metallica e circolazione monetaria, dai criteri di politica creditizia adottati dalla banca centrale. La domanda varia in funzione del variare del bisogno di fondi liquidi occorrenti alle imprese industriali e commerciali per capitali circolanti, del bisogno di mezzi monetari da parte dello Stato per brevi periodi e delle previsioni sul futuro andamento delle quotazioni dei titoli.

Entrambe poi dipendono dall'andamento del prezzo dei prestiti (saggio di sconto), che, al pari del prezzo in ogni mercato, ha la funzione di stabilire l'equilibrio fra domanda e offerta. Allorché la domanda si palesa superiore all'offerta, il rialzo del saggio di sconto comprime la domanda mentre l'offerta tende ad accrescersi per effetto del contemporaneo rialzo del saggio di remunerazione corrisposto dalle banche ai fondi che presso di esse si depositano, sicché per duplice via tende a ristabilirsi l'equilibrio, benché ad un saggio di sconto più elevato. La riduzione dello sconto, nel caso che i mezzi monetari offerti restino inoperosi, accompagnata dalla riduzione della remunerazione sui fondi affluenti alle banche, opera ugualmente nel senso di equilibrare domanda ed offerta, naturalmente ad un saggio di sconto più basso.

Poiché l'offerta proviene sia dalla banca centrale sia dalle banche ordinarie, si ha sul mercato un saggio ufficiale (quello praticato dalla banca centrale) e un saggio privato di sconto. Quest'ultimo ha grande importanza per l'andamento del mercato monetario, ma il primo non è meno importante, essendo lo strumento principale mediante il quale la banca centrale esercita il suo controllo sul mercato monetario, per porlo in armonia alle direttive dell'intera politica economica del paese. Il saggio privato è infatti subordinato a quello ufficiale, nel senso che una variazione di questo porta con sé analoga variazione del primo, sicché il mercato monetario finisce per obbedire alla tendenza voluta dalla banca centrale. Il rialzo del saggio ufficiale obbliga le banche ordinarie a seguire

l'esempio della Banca centrale, dovendo esse medesime affrontare un costo maggiore nel risconto del proprio portafoglio presso quella Banca.

Ciò non si applica uniformemente nei vari Paesi. Gli effetti della manovra dello sconto sono immediati là dove le banche ordinarie si valgono largamente del risconto presso la Banca Centrale, come accade in Francia, in Germania, negli Stati Uniti d'America, ecc. Non altrettanto può dirsi dell'Italia, dove l'uso del risconto presso la Banca d'emissione è praticamente inesistente (1).

Una situazione particolare si riscontra in Inghilterra, dove le banche ordinarie non ricorrono al risconto ma al rialzo del saggio ufficiale rispondono col ritirare i prestiti concessi agli intermediari (bill brokers); sono questi che, dovendo rivolgersi alla banca centrale, trasmettono il rialzo al saggio privato.

§ 4 - La manovra dello sconto e le operazioni sul mercato aperto.

Può accadere però che le banche ordinarie, possedendo forti disponibilità resistano alla decisione della banca centrale e profittino della posizione favorevole per assorbire nuova clientela. Si tratta, però di possibilità di breve durata, in quanto l'estensione delle operazioni, esaurite le disponibilità esistenti, potrà essere alimentata solo con l'aumento di remunerazione che attiri maggior copia di depositi. Allo scopo di ridurre al minimo il periodo in cui perde il controllo del mercato, la banca centrale fa ricorso alle operazioni sul mercato aperto, consistenti in vendite o acquisti di titoli che, sottraendo moneta o immettendo moneta nel mercato monetario, consentano di disciplinare l'ammontare del medio circolante, indipendentemente dalla condotta delle banche ordinarie.

In tal caso le operazioni sul mercato aperto servono a rendere efficace la manovra dello sconto.

Ma esse possono anche sostituirla, quando, ad esempio, taluni effetti del rialzo dello sconto si rivelassero in conflitto con gli Obiettivi perseguiti dalla banca centrale.

Allorché questa si propone di frenare un'incipiente espansione economica, il rialzo dello sconto può in parte frustrare quel proposito, attirando capitali dall'estero (2).

1) Si considerino, ad esempio, queste cifre: al 31 dicembre 1957 il portafoglio della Banca d'Italia ammontava a 378 miliardi di lire; di tale stessa data la Banca d'Italia aveva messo a disposizione delle banche sotto somma solo miliardi costituivano il portafoglio ordinario mentre la -parte restante era formata quasi esclusivamente dal portafoglio ammassi. Alla forma di anticipazione 287 miliardi di lire; ma solo il 29% circa della somma veniva utilizzato.

2) A questo proposito conviene fare cenno di una recentissima esperienza che conferma quanto si è detto nel testo. La Germania Occidentale attraversa un periodo di potenti correnti di esportazione, attivate dal rapido sviluppo di molti Paesi d'Europa e di altri Continenti. Il forte ingresso di divise si traduce, mediante il cambio che la Banca Centrale ne fa contro

Può anche verificarsi il caso che la banca centrale intenda ridurre il medio circolante senza tuttavia voler esercitare un'azione sensibile sul costo di produzione. Si palesa allora opportuno il semplice ricorso alle operazioni sul mercato aperto,

Se per altro tale condotta possa svolgersi a lungo senza che si renda necessaria la variazione dello sconto è problema che va attentamente considerato. Infatti, non è da escludere che, persistendo il saggio di sconto al precedente livello, le banche ordinarie trovino conveniente allargare le richieste di prestiti alla banca centrale, sicché l'efficacia delle operazioni sul mercato aperto si riduca.

Negli ultimi tempi si è delineato — specialmente nella politica bancaria del Federal Reserve System — una nuova funzione delle operazioni sul mercato aperto. Gli acquisti dei titoli sono stati effettuati dal F.R.S. dopo il 1942 allo scopo di sostenere le quotazioni e non per il motivo tradizionale di accrescere (o ridurre) la liquidità delle banche (1). Negli Stati Uniti gli acquisti e le vendite di titolo di Stato da parte del Sistema Federale di Riserva è ormai diventato il principale mezzo di controllo del Credito.

moneta tedesca, in continuo accrescimento del medio circolante. Il rialzo, del saggio di sconto è chiamato a frenare gli sviluppi inflazionistici. Ma esso ha la conseguenza non desiderata di richiamare nel Paese danaro straniero. Sicché si palesa preferibile sperimentare altre misure restrittive invece della manovra dello sconto (Relazione della Banca Federale per il 1953), cioè: aumento della percentuale dei depositi bancari che le banche private sono tenute a vincolare; riduzione dei contingenti di risconto di cui le banche private possono beneficiare; più largo ricorso alle operazioni sul mercato aperto (di cui si parlerà più avanti).

1) Soprattutto negli Stati Uniti di America si è fatto largo impiego di queste operazioni come strumento di politica monetaria e creditizia, specialmente a partire dal 1922. Prima di allora esse non raggiungevano larghe dimensioni ed erano praticate dalle singole banche della Riserva Federale o per procacciare un lucro al bilancio o per far fronte a necessità locali. Fu solo nel 1922 che esse divennero un procedimento importante della politica del credito e per conseguenza ne fu centralizzato l'impiego; all'inizio dell'anno successivo fu costituito uno speciale comitato federale per gli investimenti nel mercato aperto (Federal Open Market Investment Committee); comitato che venne successivamente (1930) allargato nella Open Market Policy Conference, nella quale tutte le 12 Banche della Riserva Federale vennero rappresentate. Con la legge bancaria del 1938 si torna alla vecchia denominazione (Federal Open Market Committee) pur mantenendosi la stessa composizione del Comitato; mentre l'organismo chiamato Open Market Committee; introdotto dalla legge bancaria del 1935, era più ristretto, volendosi così accentuare il principio che le decisioni dovessero prendersi senza il previo consenso delle singole banche della Riserva Federale. Nel periodo fra il 1938 al 1942 vi furono minori occasioni per le operazioni sul mercato aperto a causa di un volume di credito richiesto relativamente più moderato che in altri periodi. Inoltre, il forte afflusso di oro diede luogo ad eccedenza di riserve. Dal 1942 in poi, fino a qualche anno dopo la guerra, le operazioni vennero condotte in stretta aderenza alla finanza bellica e postbellica. Data la enorme dimensione raggiunta dal debito pubblico e le inevitabili ripercussioni sull'impiego dei fondi e sulla situazione creditizia generale di ogni spostamento nella distribuzione dei titoli pubblici fra i privati detentori — spostamenti influenzati o sollecitati da previsioni di

§ 5. - *Le riserve obbligatorie.*

In periodo di sistema aureo non si adottò in Italia il correttivo della manovra dello sconto, consistente nelle operazioni sul mercato aperto perché, come si disse a suo tempo, la scarsa funzionalità, del mercato monetario non lo consentiva. Ma anche dopo il passaggio alla moneta inconvertibile, contrariamente alla prassi di altri Paesi, da noi è mancata un'esperienza di quelle operazioni anche come strumento indipendente dalla manovra, dello sconto (1).

Anticipando qualche nozione sul mercato monetario e finanziario italiano, va segnalata la assenza di un vero e proprio mercato aperto nel senso di un attivo mercato di fondi che attendono di essere investiti (accettazioni, cambiali commerciali, prestiti a vista ecc.) e per i quali si possa prescindere da considerazioni e valutazioni di carattere personale circa, i soggetti obbligati. Quanto ai titoli pubblici, deve essere notato che il valore delle contrattazioni di borsa di cui formano oggetto è sensibilmente ridotto rispetto al volume globale dei vari mezzi di pagamento in circolazione.

Di conseguenza, a voler incidere sostanzialmente sul volume della circolazione valendosi delle operazioni sul mercato aperto, sarebbe necessario vendere titoli pubblici per un ammontare enormemente superiore a quello normalmente negoziato in borsa, con inevitabili ripercussioni sul loro corso.

Si aggiunga poi che la disponibilità di titoli pubblici da parte dell'Istituto di emissione non è mai stata, specialmente nei periodi cruciali di espansione della circolazione, di tali dimensioni da consentire di affrontare con successo il compito di regolare il mercato monetario.

Il metodo delle *riserve obbligatorie* si manifestava pertanto più appropriato. Già negli Stati Uniti d'America si era adottato il procedimento di imporre alle banche ordinarie di vincolare una parte dei fondi raccolti allo scopo di controllare il volume del credito bancario e di rafforzare il potere delle Banche di Riserva Federale nell'espletamento della politica creditizia. Negli ultimi anni il procedimento si è diffuso in vari Paesi; anche in Europa, si è sentito il bisogno di obbligare le banche ordinarie a conservare il proprio portafoglio di titoli pubblici e a rivolgere a questi titoli una certa parte degli incrementi di depositi.

A questo riguardo l'Italia occupa una posizione particolare. L'obbligo alle aziende di credito di investire, nel caso che i depositi avessero superato

mutamenti nel saggio di interesse — fu stabilito che la politica monetaria e creditizia fosse diretta in guisa da prevenire sensibili fluttuazioni dei valori dei titoli pubblici. Fu solo nel 1949 che il Federal Open Market Committee annunciò che d'allora in avanti le operazioni sarebbero state guidate con maggiore preoccupazione dei bisogni del credito dell'economia del Paese.

1) FREY, Osservazioni intorno alle operazioni mercato aperto in Italia, in: «Rivista Internazionale di Scienze Sociali» 1957.

di venti volte l'ammontare del patrimonio, l'eccedenza in titoli statali e di affidare quei titoli all'istituto di emissione ovvero di versare quell'eccedenza in conto corrente fruttifero presso lo stesso istituto di emissione, venne adottato già, prima della grande depressione (1926) ed ebbe il dichiarato proposito di tutelare i depositanti contro il rischio di concessioni di credito di ampiezza eccessiva, rispetto all'entità del patrimonio. Era una misura di tutela dei risparmiatori.

Dopo l'ultima guerra, invece, proprio in un periodo in cui si imponeva più che mai la necessità, di restringere il volume del credito (1940, mutò la funzione delle riserve obbligatorie: esse vennero concepite anche da noi principalmente come uno strumento da usarsi dall'autorità monetaria per regolare il credito.

Anche il meccanismo veniva modificato. L'obbligo di vincolare l'eccedenza rispetto ad un multiplo del patrimonio (anche se frattanto era stato portato da venti a trenta) scoraggiava in certo modo la raccolta dei depositi. Ciò avrebbe potuto, in determinate circostanze, risolversi in danno dello sviluppo economico in conseguenza di diminuzione di risparmio o di meno efficiente impiego di esso. Per ovviare all'inconveniente si stabiliva che, pur calcolandosi l'eccedenza dei fondi da investire in titoli statali o da versare presso l'istituto di emissione in rapporto ad un multiplo del patrimonio (abbassato a dieci), la somma vincolata non poteva mai oltrepassare il 25% dei depositi. In tal modo non risultava scoraggiata la raccolta di depositi (1).

L'esperienza recente mostra che il metodo delle riserve obbligatorie è uno strumento efficace per regolare il credito. Nei momenti in cui opera in senso restrittivo le banche sono obbligate a ricorrere in misura maggiore al risconto presso l'istituto d'emissione, che vede così ripristinata la propria facoltà di controllo. Se poi la tensione si acuisce è sempre possibile all'istituto di emissione di abbassare il tasso di sconto (come accadde durante il perturbamento del periodo coreano) e consentire il necessario adattamento dell'offerta alla domanda.

Le riserve obbligatorie, sono un regolatore del mercato monetario e creditizio soprattutto quando vengono manovrate mediante frequenti variazioni della quota, come accade negli Stati Uniti d'America, dove si giunge ad attuare variazioni finanche più volte in un mese. Più scarsa efficacia regolatrice posseggono le riserve obbligatorie dove la quota rimane rigida (com'è finora accaduto in Italia). Allora esse tendono a diventare lo strumento per facilitare l'afflusso di fondi al Tesoro.

Alle riserve obbligatorie ha cominciato a far ricorso (prima vera del 1960) anche il Tesoro della Gran Bretagna. Nell'intento di contenere il medio circolante ed evitare il rialzo dei prezzi esso ha preferito lasciare immutato il saggio di sconto ed ha obbligato le banche a costituire depositi vincolati presso

1) Come si è già detto, il limite massimo che le riserve obbligatorie devono rispettare è stato abbassato, nel febbraio 1962, dal 25% al 22,5%.

la Banca d'Inghilterra.

§ 6. - *Il controllo qualitativo e selettivo del credito.*

Può accadere che la manovra dello sconto, anche se accompagnata da forme complementari di controllo, si manifesti inefficace. Può anche accadere che le autorità monetarie vogliano operare sul volume del credito in modo da non aggravarne il costo. Si fa ricorso allora ad altre forme di controllo, che si differenziano da quelle precedentemente considerate (e cioè, manovra dello sconto, le operazioni sul mercato aperto e le riserve obbligatorie), in quanto non implicano una misura puramente e semplicemente quantitativa.

Prima di tutto occorre far menzione del metodo più blando di cui si valgono talora le autorità monetarie, che consiste nel fare *raccomandazioni* alle banche private affinché seguano volontariamente una determinata linea di condotta. Generalmente ciò accade nei momenti in cui si profila la minaccia di eccessiva espansione creditizia e in cui si ritiene pericoloso (per indesiderabili effetti concomitanti) ovvero inefficace ovvero insufficiente l'inasprimento del controllo quantitativo. Evidentemente il successo di questo metodo dipende dai rapporti tra autorità monetarie e banche private e in particolar modo dal prestigio e dall'ascendente di cui gode l'istituto di emissione nei riguardi dell'intero sistema bancario (per molto tempo la Gran Bretagna diede un esempio cospicuo a questo riguardo). Ciò vale ancor più nei casi in cui le raccomandazioni tendono non a prevenire processi inflazionistici, ma ad ottenere che si dia preferenza a determinati settori nella concessione del credito. In tal senso si fece largo impiego delle istruzioni e raccomandazioni alle banche, anche da noi, durante la guerra e nel periodo immediatamente successivo.

La non felice esperienza del procedimento induce a raggiungere lo stesso obiettivo mediante più ampi poteri dell'istituto di emissione.

Si autorizza così la prassi della, selezione del risconto, che consente di favorire le concessioni di credito a determinati settori nei confronti di altri.

Introdotta in Francia, sotto forma quantitativa (1948), questo metodo venne poi mutato in selettivo dietro i suggerimenti della pratica. Era stata fissata per ogni banca una cifra massima per l'ammontare del risconto presso l'istituto di emissione, cifra stabilita sulla base del risconto utilizzato entro un determinato periodo di quell'anno. Ma poi era apparso inevitabile che si agisse in modo da tener conto sia delle esigenze delle singole banche sia delle tendenze di tutta l'economia.

In Francia, il controllo qualitativo e selettivo gode di maggior favore che altrove e sembra andar acquistando maggiore influenza che la manovra dello sconto, la politica di mercato aperto e le riserve obbligatorie.

La selezione del risconto opera solo nei limiti in cui le banche private fanno uso del risconto. In generale si può dire, pertanto, che essa non è suscettibile di largo impiego in Italia. Però in periodi eccezionali, come fu durante l'episodio coreano, la sua influenza è tutt'altro che trascurabile. Essa

consentì allora di ottenere che le banche accordassero precedenza ai crediti connessi con le importazioni, sia di materie prime, sia di beni di consumo. I casi tipici di controllo selettivo vanno ricercati però in altra direzione. Può darsi il caso che l'espansione creditizia sia localizzata specialmente in settori di importanza strategica per la circolazione monetaria: *la borsa*. Allora è preferibile si agisca senza indugi per restringere i crediti destinati alle operazioni di borsa anziché colpire simultaneamente tutti i settori. Molti Paesi hanno ritenuto di seguire questo procedimento. Sono noti gli sforzi condotti in più occasioni negli Stati Uniti per reprimere per quella via le effervescenze borsistiche. Al sistema della Riserva Federale venne data, facoltà di fissare un margine di copertura per le operazioni in titoli compiute in borsa dalle Banche del Sistema (Securities Exchange Act, 1934), margine che venne variamente manovrato a seconda, dell'accentuarsi del pericolo inflazionistico, fino ad arrivare al 100%.

Anche in Italia si è seguito lo stesso procedimento, utilizzando e variando disposizioni originariamente concepite con altri intendimenti. Il mutamento del deposito di copertura, fissato in percentuale del valore dei titoli oggetto di contrattazione, è stato adoperato in varie occasioni e con vario esito, allo scopo di frenare l'attività borsistica ritenuta eccessiva.

§ 7. - Il controllo delle vendite a rate.

L'altro caso tipico riguarda il controllo dei crediti per il finanziamento delle vendite a rate. Nei paesi con livello di reddito pro capite relativamente elevato il consumo dei beni durevoli è elevato e si estende anche a coloro che non sono in grado di pagarli in contanti, pur disponendo di entrate sufficientemente alte per aspirare a quel tipo di consumi. Di qui la grande diffusione delle vendite a rate. È dubbio che tale diffusione sia suscettibile, di per sé stessa, di generare fenomeni inflazionistici. È certo però che l'assorbimento di credito, che inevitabilmente accompagna, le vendite a rate, è un fattore innegabile di accentuazione di un'espansione eccessiva comunque originata. In questo senso va intesa l'opinione di coloro che affermano essere stato il credito al consumo, che finanziò l'acquisto di automobili e di altri beni durevoli su vasta scala, uno dei fattori del boom del 1929 negli Stati Uniti.

In considerazione di ciò è ormai acquisito il principio che una grande estensione di vendite a rate rende inoperante una politica creditizia che pretendesse di attenersi ai canoni tradizionali e di ignorare questa recentissima evoluzione del mercato. Così, negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e in altri Paesi, sono ormai entrati a far parte del normale arsenale del controllo del credito i provvedimenti relativi a queste vendite. Essi riguardano tre punti principali:

- a) ammontare della percentuale del versamento iniziale sul prezzo totale di vendita;
- b) durata massima del periodo dei pagamenti rateali;
- c) momento in cui va sospeso il credito in caso di inadempimento (1).

Siamo di fronte ad una forma di controllo qualitativo in quanto, anche se viene adottato in concomitanza con altre misure restrittive, opera in modo specifico e particolarmente intenso su un determinato settore. L'esperienza ha dimostrato che provvedimenti indiscriminati finiscono col non incidere sulle vendite a rate con quella, intensità che sarebbe desiderabile nei confronti con altre attività.

Queste nozioni di politica creditizia erano necessarie per mostrare quanto ci si sia allontanati dall'epoca in cui essa si riassumeva nella manovra dello sconto. Ora bisogna tornare ad alcuni problemi teorici relativi al mercato monetario; quindi si passerà a qualche cenno sul mercato monetario italiano.

§ 8. - Mercato monetario e mercato finanziario.

In pratica non è facile distinguere i fondi disponibili solo per impiego a breve termine da quelli che, rappresentando risparmio vero e proprio, sono pronti a investirsi per lungo periodo di tempo; non è facile cioè segnare la linea di demarcazione fra il mercato monetario e il mercato finanziario.

Talora i fondi disponibili per investimenti di lunga durata appaiono a prima vista inferiori di quanto non siano in realtà, perché parte di essi, in attesa di collocamento definitivo, sosta nel mercato monetario, ovvero, a cagione dell'incertezza nel futuro, è deliberatamente tenuta in forma liquida. Ad opera della speculazione si verifica allora lo spostamento fra i due mercati. Mediante crediti ottenuti dalle banche, gli operatori di borsa acquistano titoli a lunga scadenza, che poi collocano fra i risparmiatori.

Può anche accadere che le banche stesse rivolgano ad investimenti di lunga durata, fondi ad esse affluiti solo per breve periodo. Ma tale politica non tarda a produrre effetti dannosi per l'intero sistema economico, come si dirà nel fare cenno del mercato monetario italiano.

§ 9. - La dinamica del mercato monetario e del mercato finanziario.

Problema teorico di grande importanza, e che ha per lungo tempo affaticato gli studiosi di teoria monetaria, è quello di stabilire il rapporto funzionale fra mercato monetario e mercato finanziario, e quindi fra saggio di sconto e saggio di interesse. Taluni, partendo dall'idea che nel mercato monetario si contrattano prestiti di moneta puri e semplici, mentre nel mercato finanziario si compiono prestiti di capitale, hanno sostenuto l'assenza di ogni legame funzionale fra i due mercati e la completa autonomia della dinamica dello sconto e dell'interesse. L'opinione cercava conferma nel fatto di comune esperienza che in periodi di

1) Più ampiamente mi sono occupato di questo argomento nel saggio: Le vendite a rate nell'economia contemporanea. Relazione generale al Convegno nazionale di studio delle vendite a rate dei beni di consumo, Milano, Camera di Commercio. 1955.

tensione monetaria (1) il saggio di sconto diverge fortemente da quello di interesse.

Tale veduta è ormai definitivamente rigettata dalla moderna teoria economica, la quale ha chiarito che, pur compendosi sotto veste monetaria, i prestiti di breve scadenza implicano, non meno di quelli di lunga scadenza, cessione di capitale. Di conseguenza il prezzo che si paga per l'uso degli uni e degli altri, essendo pur sempre il prezzo d'uso del capitale, tende ad essere unico. Pertanto, nei lunghi periodi di tempo, non può non manifestarsi la tendenza alla coincidenza di sconto e di interesse. E tale conclusione non è incompatibile con la temporanea discordanza, sia pure notevole, che in epoca di tensione monetaria è dato constatare.

Senonché divergenza di vedute persiste tuttora fra gli studiosi quanto al modo con cui la coincidenza dei due saggi si ristabilisce, una volta che l'equilibrio fra i due mercati sia stato turbato per qualsiasi ragione e il saggio di sconto e quello di interesse si siano l'uno dall'altro allontanati.

Sostengono alcuni che se il disquilibrio procede da una variazione del saggio di interesse, l'equilibrio si ricostituisce, mediante corrispondenti mutamenti della domanda e dell'offerta dei prestiti, ad un nuovo saggio di interesse, al quale si porta pure il saggio di sconto. Per converso, se il processo dinamico è messo in moto da una variazione del saggio di sconto, l'equilibrio si ristabilisce al livello del saggio di interesse — che si suppone sia rimasto immutato — che è peraltro anche il primitivo livello del saggio di sconto medesimo. In altre parole, il saggio di interesse godrebbe di una particolare forza di attrazione rispetto al saggio di sconto, la quale permette al primo di trascinare il secondo quando la variazione procede da sé medesimo e di richiamarlo a sé quando quest'ultimo si sia allontanato dal livello di equilibrio. L'incapacità del saggio di sconto ad agire con uguale efficacia deriverebbe dall'effetto che le variazioni dello sconto producono sul livello dei prezzi.

Un rialzo del saggio di sconto riduce la domanda di prestiti; la diminuzione dei mezzi di pagamento comprime il livello dei prezzi; il ridotto livello dei prezzi restringe ulteriormente la domanda dei prestiti, sicché il saggio di sconto tende a ridiscendere fino a portarsi all'originaria coincidenza col saggio di interesse.

Tali conclusioni sono accolte solo parzialmente da altri studiosi. Costoro ammettono che il saggio di sconto si porti al livello del saggio di interesse quando il disquilibrio abbia avuto origine dalla variazione di quest'ultimo;

1) Nei momenti in cui un'ondata di panico genera la sfiducia nel sistema bancario, le richieste di moneta contante assottigliano in tal modo le disponibilità liquide delle banche e rendono tanto difficile ai debitori premuti dalla scadenza degli impegni di procurarsi moneta che il saggio di remunerazione sui prestiti a breve ed anche a brevissima scadenza sale vertiginosamente. Può raggiungere un livello dieci o venti volte più elevato del tasso d'interesse sui prestiti a lunga scadenza.

ammettono pure che la variazione dello sconto generi variazione (in senso inverso) del livello dei prezzi; ma contestano che il saggio di sconto debba tornare all'originaria coincidenza col saggio di interesse quando il disquilibrio sia partito da una variazione del saggio di sconto.

Essi fanno presente che il movimento posto in essere nel mercato monetario da una variazione dello sconto si ripercuote anche nel mercato finanziario, onde anche il saggio di interesse si sposta. Il rialzo dello sconto riduce la richiesta di prestiti a breve scadenza, ma la domanda marginale, rimasta esclusa dal mercato monetario, si riversa sul mercato finanziario, sicché anche il saggio di interesse si eleva. La coincidenza dei due saggi si ristabilisce, ma non perché lo sconto ritorni al primitivo livello dell'interesse, bensì perché questo si porta all'accresciuto livello dello sconto.

Senza voler qui addentrarci discussione delle opposte teorie e senza il proposito di esaurire la questione, basterà osservare che esse non si escludono a vicenda, ma che la validità dell'una o dell'altra dipende dall'assunto da cui si parte circa la *previsione del futuro andamento dei profitti*. Se si prevede che il saggio dei profitti non subirà variazioni, si verificherà lo spostamento della domanda dal mercato monetario a quello finanziario divenuto più conveniente a seguito dell'inasprimento dello sconto. allora il saggio di interesse si muoverà, fino a raggiungere il livello dello sconto. Se invece si prevede che il saggio dei profitti si ridurrà la domanda marginale, esclusa dal mercato monetario, non si riverserà sul mercato finanziario; il saggio di interesse resterà immutato e ad esso, dopo successivi adattamenti, addotti dalla variazione del livello dei prezzi, si riporterà il saggio di sconto.

§ 10. - Cenni sul mercato monetario e finanziario italiano.

Considerando che le condizioni favorevoli allo sviluppo di ogni mercato monetario, che sono state sopra indicate, erano solo scarsamente presenti in Italia, è facile spiegarsi perché il mercato monetario italiano non abbia finora potuto competere con le note piazze di altri paesi.

Innanzitutto, l'Italia, non essendo centro di numerose operazioni internazionali, non poteva sviluppare un *mercato delle accettazioni*. Essendo priva di giacimenti di oro e di un potente commercio di esportazione che permettesse di accumulare oro, non poteva disporre di un ampio serbatoio di fondi liquidi capace di finanziare una massa abbondante di operazioni commerciali. tenue impiego di assegni bancari da parte del pubblico non poteva permettere alle banche italiane di disporre di depositi sufficienti per vaste operazioni creditizie. Infine, ed è questo probabilmente il motivo preminente, poiché l'industrializzazione si compiva qui in ritardo rispetto ad altre economie nazionali, si verificavano forti immobilizzazioni di capitali a questo scopo. Per tutti questi motivi l'Italia ha visto sorgere un mercato monetario solo in epoca recente.

Per questa medesima circostanza la struttura bancaria italiana ha avuto per lungo tempo caratteristiche che, dal canto loro, possono avere ritardato il fiorire di un vasto mercato monetario. Su queste particolari caratteristiche è opportuno soffermarsi ora.

È noto che, per favorire e stimolare lo sviluppo industriale, nel corso del secolo XIX in alcuni paesi d'Europa continentale furono creati speciali istituti di credito (banche di credito nobiliare), aventi il compito di fornire alle imprese industriali capitale in maniera durevole. Per loro natura essi avrebbero dovuto promuovere nuove iniziative ed assistere quelle esistenti, procurandosi i capitali con l'emissione di obbligazioni proprie. In pratica però, per la diffidenza dei risparmiatori verso tali obbligazioni, taluni di essi furono costretti a raccogliere fondi mediante depositi. L'esempio venne imitato anche in Italia, ma i risultati furono infelici, come attesta la caduta della Banca generale e della Società italiana di credito mobiliare (1893). Successivamente sorsero le nostre grandi banche di credito commerciale con la contemporanea funzione di istituti di credito mobiliare, sul tipo delle banche tedesche (Universallcreditbanken, o anche Speculationsbanken), note col nome di banche miste ovvero anche di banche di tipo continentale in opposizione a quelle inglesi, tipicamente limitate all'esercizio del credito a breve scadenza.

La differente struttura bancaria e creditizia in Gran Bretagna e in Europa Continentale riflette il diverso ritmo di sviluppo economico. Il processo di industrializzazione in Gran Bretagna fu graduale e si compì in un ambiente particolarmente propizio anche alle unità produttive di moderate dimensioni, che potevano agevolmente procurarsi da sé gli investimenti necessari. Non si poneva perciò una esigenza di istituzioni atte a fornire capitali per impieghi di lungo termine. Le banche poterono così concentrarsi nel servizio dei crediti di breve periodo mentre parallelamente vennero in esistenza istituzioni specializzate nel raccogliere fondi per gli investimenti fissi mediante l'emissione di obbligazioni.

Sul Continente, invece, iniziandosi ad alcuni decenni di distanza lo sviluppo industriale, si avvertiva il bisogno di accelerare i tempi; d'altra parte, per tener conto dell'avanzamento della tecnica già verificatosi, si richiedevano non di rado investimenti di larghe dimensioni. Per duplice via si affermava la necessità di avviare alle imprese vasti capitali e, per giunta, capitali che fossero disponibili per lungo periodo di tempo. Ciò diede origine al nuovo tipo di istituto di credito che tanta parte doveva avere, benché con risultati non sempre favorevoli, nell'espansione industriale di varie nazioni. Il primo esempio fu quello della *Société Générale pour favoriser l'Industrie Nationale*, fondata a Bruxelles nel 1822 come società per azioni col compito di attrarre risorse mediante emissione di azioni e obbligazioni e incanalarle verso le industrie. Ancora più importante, per l'azione esplicata in patria e per le imitazioni che ebbe fuori, doveva rivelarsi il Crédit Mobilier, sorto in Francia nel 1852, con la specifica caratteristica di promuovere direttamente le iniziative industriali. Il modello fu presto seguito in Germania, Austria, Belgio, Olanda, Italia, Svizzera e Spagna (Finanche la Banca industriale del Giappone fu istituita nel 1902

lungo le linee del *Crédit Mobilier*). Il sistema bancario, impegnandosi in investimenti più rischiosi di quelli a cui si era rivolta fino allora la banca tradizionale, ebbe una parte decisiva nell'industrializzazione dell'Europa Continentale, che non trova riscontro nella Gran Bretagna. Ciò fu compiuto non soltanto attraverso prestiti di lungo termine ma anche mediante acquisto — diretto ovvero per l'intermediazione di società partecipanti — di titoli delle imprese assistite ed anche sottoscrivendo azioni, di cui parte veniva collocata sul mercato, parte conservata.

In tal modo la tradizionale funzione bancaria veniva ad accompagnarsi, e talora ad essere soverchiata, da quella di finanziamento, di organizzazione e finanche di direzione degli affari industriali. Oltre a mobilitare grandi quantità di capitale per indirizzarlo ai finanziamenti di lungo termine, il nuovo tipo di istituto contribuiva a far sorgere iniziative industriali, a diffondere la società per azioni e a facilitare il sorgere del mercato dei capitali. Ma, come si è detto, l'innovazione non doveva rivelarsi del tutto positiva alla prova dei fatti.

Per un certo periodo innegabilmente la combinazione delle due funzioni ha giovato al progresso economico italiano. La creazione dell'industria italiana fu grandemente stimolata ed alimentata dalle banche di questo tipo, che vennero istituite anche con l'aiuto di capitale estero: la Banca Commerciale Italiana, fondata a Milano nel 1894; il Credito Italiano, che risultò dalla trasformazione del Banco di Genova nel 1895; il Banco di Roma, che, sorto nel 1880, estese più tardi la sua attività in Africa e nel vicino Oriente. Dopo la guerra del 1914-18, e soprattutto a seguito della crisi mondiale del 1929, è apparsa la deficienza di un sistema che investe a lunga scadenza fondi rimborsabili a vista o dopo breve periodo.

La riforma bancaria culminata nella legge del 12 marzo 1936, oltre a sanare gli effetti di quella deficienza, ha apportato il rimedio, attuando la divisione del lavoro fra banche di credito commerciale da una parte, e istituti di credito mobiliare (I.M.I., Consorzio di credito per le opere pubbliche, ecc.) dall'altra. Viene separato il credito ordinario, riservato alle banche che raccolgono depositi a breve termine, dal finanziamento all'industria, a cui attendono organismi speciali, e dal finanziamento immobiliare, pure affidato a istituzioni speciali. In tal modo, mentre la somministrazione del credito a medio e a lungo termine viene resa indipendente dall'ammontare dei depositi, viene posta pure la condizione favorevole dal punto di vista tecnico — all'espandersi delle operazioni di credito a breve termine da parte delle banche commerciali. Dal punto di vista sostanziale poi l'espansione è destinata ad essere incrementata dal fervore produttivo che va animando la politica di accrescimento degli investimenti.

L'esperienza più recente addita la possibilità di conciliare, sia pure con le opportune cautele, la raccolta dei depositi con la concessione di crediti a medio termine. Tale è il caso della Banca di Credito Finanziario, denominata Mediobanca, che realizza la formula, sperimentata con vario successo anche in altri Paesi, di un gruppo di istituti di credito commerciale che si ripartiscono il rischio dei finanziamenti industriali.

Anche fuori d'Italia si viene facendo strada l'idea che una parte dei depositi, che è presumibile non sarà mai ritirata, può essere impiegata in credito di medio termine. Si ritiene tuttavia doversi accordare la preferenza ad istituti speciali le cui azioni siano tenute dalle banche e a cui le banche prestino capitali per consentire loro di effettuare prestiti di più lunga durata, come anche ad istituti che si procurino capitali mediante emissione di azioni ed obbligazioni, nei riguardi dei quali le banche fornirebbero solo il capitale iniziale (1).

Connesso a questo problema è quello delle cosiddette *banche di sviluppo*, su cui si dirà qualche parola più avanti.

Uno stimolo al potenziamento del mercato finanziario in Italia è venuto dalla recente creazione di un ente di finanziamento (Invest: «Sviluppo e Gestione Investimenti mobiliari») operante sul modello degli investment-trusts, che hanno larga estensione nei Paesi anglo-sassoni e che non trovano applicazione in Italia a causa della mancanza nel nostro diritto dell'istituto fiduciario del trust. La funzione di questi organismi consiste nel raccogliere da un gran numero di piccoli e medi risparmiatori capitali, che vengono avviati all'attività produttiva mediante l'acquisto di titoli azionari di imprese aventi favorevoli prospettive di sviluppo. I risparmiatori, che da sé stessi non sarebbero in grado di fare la scelta delle imprese a cui rivolgere i propri capitali, trovano conveniente di partecipare agli investimenti mediante l'intermediazione di quei speciali organismi, di cui acquistano i titoli. Il rischio risulta notevolmente attenuato in quanto l'investimento viene opportunamente distribuito fra varie attività, le cui vicende rispettive sono suscettibili di dar luogo a compensazione di perdite con vantaggi.

Questa caratteristica differenzia, gli *investment trusts* ed altri organismi analoghi dalle *holding companies*. Funzione specifica della holding è di esercitare il controllo su determinate attività produttive mediante l'acquisto dei titoli azionari delle società, che esercitano quella attività. Di conseguenza essa: è portata a concentrare gli acquisti di titoli su alcune attività, anziché a distribuirli su varie attività.

Viene talora presentato, come un investment-trust anche l'«Istituto per lo sviluppo dell'attività, produttiva nel Mezzogiorno» (Isap), recentemente creato per favorire l'afflusso di capitale alle imprese nuove, suscitate dal programma di sviluppo economico delle regioni meridionali. Il capitale di questo organismo è stato fornito dall'IMI, dalla Banca nazionale del lavoro, dal Banco di Napoli, dal Banco di Sicilia e dalla Mediobanca. Esso si propone di acquistare partecipazioni azionarie nelle imprese che vanno favorite in vista dell'espansione economica, del Sud.

In realtà siamo lontani dall'investment-trust, oltre che per le differenze di natura giuridica, sopra accennate, anche perché manca qui la tipica

1) O.D.O.E., Le Financement du développement industriel en Europe, Paris, 1957.

funzione di ripartizione del rischio attraverso la selezione degli investimenti. Inoltre, almeno per ora, il capitale appartiene ad enti pubblici o controllati dallo Stato.

Lo scopo di avviare i piccoli risparmiatori agli investimenti azionari viene perseguito dalla «Compagnia Finanziaria Investimenti Azionari» (Cofina) in un modo tutto particolare e cioè consentendo di effettuare il pagamento delle azioni, che vengono scelte dal risparmiatore stesso ovvero dall'ente, in quote (mensili o semestrali o annuali). La finalità principale qui non è la ripartizione del rischio dell'investimento, ma piuttosto di favorire l'accesso all'investimento industriale da parte di un pubblico i cui redditi non permetterebbero di acquistare azioni col normale sistema di pagamento.

§ 11 - Cenni sull'ordinamento bancario italiano.

Il significato della riforma del 1936 non sta solo nella delimitazione delle sfere di attività, delle due specie di organismi bancari. Essa è caratterizzata anche dall'orientamento verso l'esercizio della vigilanza da parte della Banca d'Italia sull'attività delle banche e cioè su raccolta ed impiego dei fondi. Si vede in ciò un orientamento che preannunzia i procedimenti che negli ultimi decenni hanno condotto, in altri Paesi, alla nazionalizzazione della Banca Centrale: Banca d'Inghilterra, Banca di Francia, ecc.).

Tenendo conto dei mutamenti verificatisi dopo l'ultima guerra, la situazione presente si può riassumere così:

un *Comitato Interministeriale per il risparmio e il credito* ha il compito generale di esercitare il controllo sul credito, sul mercato monetario e sui cambi esteri;

al *Ministro del Tesoro* incombe di seguire l'andamento monetario e creditizio del Paese, senza peraltro che gli siano accordati poteri di controllo;

la *Banca d'Italia* è incaricata di vigilare sulle banche; ad essa, devono rivolgersi le banche prima di esplicitare determinate attività; ad essa devono inoltre fornire informazioni e dati relativi alla gestione, che la prima richiedesse.

Questa funzione preminente della Banca d'Italia trae origine dalla legislazione del 1936, che la dichiarò istituto di diritto pubblico e ne approvò con legge lo Statuto. In armonia a questa sua nuova fisionomia, il capitale non è più in mani di privati enti o individui ma consiste in partecipazioni, che possono appartenere solo a determinati enti finanziari e creditizi.

Ciò nonostante, la figura della Banca d'Italia è piuttosto ambigua. Infatti essa non può essere ritenuta come banca nazionalizzata, o statizzata, perché evidentemente gli enti finanziari e creditizi a cui appartiene il suo capitale non vanno identificati con lo Stato. Né è chiaramente delineata la possibilità di esercitare un reale influsso, sulle direttive della Banca, da parte di ciascuno degli enti che ne detengono il capitale. Ecco l'attuale Distribuzione del capitale della Banca d'Italia: N. 78 Casse di Risparmio - 52% 11 Banche di diritto pubblico e

Banche di interesse nazionale – 25,2% 1 Istituto di beneficenza - 5% 10 Società di assicurazione – 10,5%

Non si è ritenuto di nazionalizzare la Banca d'Italia; però si è ugualmente seguita la tendenza di farne un organismo pubblico sottratto ad influenze private. Essa è amministrata dai seguenti organi: l'Assemblea generale dei partecipanti; il Consiglio d'Amministrazione, formato dal governatore e 12 membri eletti in assemblee regionali degli istituti partecipanti; il Comitato direttivo, composto dal governatore e da 4 membri del Consiglio; il Governatore, eletto dal Consiglio e nominato con decreto del Consiglio dei Ministri; il Direttore generale e il vice Direttore generale, eletti e nominati come il Governatore.

Il carattere di ente pubblico comporta la limitazione della sfera di attività della Banca d'Italia. Essa ha, facoltà di:

- riscontare cambiali presentate dalle banche, per cui si suol dire che la Banca d'Italia è la banca delle banche;
- scontare cambiali del Tesoro non eccedenti i quattro mesi;
- fare prestiti su garanzie di titoli pubblici;
- compiere investimenti in titoli pubblici;
- emettere biglietti e assegni;
- comprare e vendere oro e valute estere;
- eseguire custodia di valori;
- accettare depositi in conto corrente.

In altre parole: essa non può compiere operazioni con clientela privata salvo in forma di prestiti su titoli pubblici. Così non si trova a competere con le banche; su cui invece esercita il controllo. Il suo compito principale è di riscontare il portafoglio delle banche. Inoltre la Banca d'Italia opera come agente del Tesoro e controlla i cambi esteri mediante il monopolio dell'oro e delle divise estere, sia direttamente sia mediante *l'Istituto Italiano dei Cambi*. Infine appartiene alla Banca d'Italia di regolare la circolazione monetaria.

Attualmente non è richiesta una riserva, di oro o di divise estere come base della circolazione e la Banca Centrale può ridurre o accrescere la circolazione in armonia con la politica, monetaria e creditizia decisa in accordo col Governo. La Banca d'Italia fa prestiti allo Stato; però non può eccedere determinati limiti.

Un altro aspetto della riforma del 1936 riguarda le banche private. Esse furono sottoposte a norme relative alla creazione di nuovi organismi, all'ammontare minimo di capitale, alla compilazione dei bilanci. ecc. Né meno importante è la prescrizione delle riserve obbligatorie, che le banche private devono tenere presso la Banca, d'Italia. In pratica, attualmente, la riserva, obbligatoria è di 25% dell'ammontare dei depositi che ciascuna banca raccoglie. Inoltre le banche private sono tenute a rispettare il *cartello bancario*, cioè le norme che fissano il massimo dei saggi d'interesse da concedere ai depositanti, nonché le norme relative ai termini alle modalità delle operazioni. Il *cartello bancario*, detto anche accordo interbancario ha però attualmente carattere volontario. Gli istituti operanti a medio e lungo termine devono anche essere autorizzati all'emissione di obbligazioni.

Dal punto di vista del posto che occupano e della funzione che esplicano nel mercato monetario e nel mercato finanziario, le banche si distinguono così:

- a) la Banca di emissione, cioè la Banca d'Italia, che opera quale banca centrale ed esercita il controllo sulle altre banche;
- b) le banche di deposito e sconto, che raccolgono depositi a breve termine e concedono crediti pure a breve termine;
- c) speciali istituti che raccolgono risparmio a medio e lungo termine, sia mediante vendita di obbligazioni sia mediante accoglimento di depositi, e forniscono crediti a medio e lungo termine.

§ 12 - Le varie categorie di aziende di credito.

Esaminate sotto l'aspetto del carattere pubblico, semi-pubblico o privato, in unione al tipo di operazioni che compiono, le banche italiane, fatta eccezione della Banca d'Italia, che ha un proprio particolare ordinamento, si raggruppano così:

- a) Banche di diritto pubblico.

Gli statuti di queste banche sono approvati dal Ministro del Tesoro, i dirigenti sono nominati dal governo e la estensione di attività è soggetta ad approvazione governativa. Esse conducono le normali operazioni delle banche commerciali; inoltre, salvo qualche eccezione, sono tutte autorizzate a fare prestiti ipotecari o su garanzia di crediti verso lo Stato e anche prestiti su cessione di parte dello stipendio; sono ammesse pure a trattare operazioni su divise estere.

Appartengono a questo gruppo: la Banca Nazionale del Lavoro, fondata dallo Stato (con altro nome) nel 1913; il suo capitale consiste in azioni appartenenti interamente allo Stato. Inoltre: la Banca di Sardegna, il Banco di Napoli, il Banco di Sicilia, l'Istituto Bancario S. Paolo di Torino, il Monte dei Paschi di Siena. Le ultime quattro banche non hanno capitale azionario; il capitale consiste in fondi che si sono accumulati attraverso i secoli in seguito a donazioni e a contributi di altro genere.

Oltre alla normale attività delle banche commerciali, questi istituti compiono speciali operazioni di medio e lungo termine, valendosi di sezioni autonome, che posseggono propri fondi e raccolgono risparmio generalmente in forma autonoma. Si hanno così sezioni di credito ipotecario, credito alle medie e piccole industrie, credito alla cooperazione, credito all'industria turistica, all'industria cinematografica (presso la Banca Nazionale del Lavoro): sezioni di credito industriale, credito agrario ipotecario (presso il Banco di Napoli) ecc.

Alle sezioni di credito industriale presso i due Banchi meridionali sono subentrati, nel 1953, in relazione al programma di sviluppo economico delle regioni del Mezzogiorno, tre istituti speciali per il credito a medio termine: Istituto per lo sviluppo economico dell'Italia Meridionale (Isveimer), Istituto regionale per i finanziamenti industriali in Sicilia (Irfis), e Credito Industriale Sardo (Cis) per la Sardegna.

b) Banche di interesse nazionale.

Sono tre: la Banca Commerciale Italiana, il Credito Italiano e il Banco di Roma. Hanno filiali in almeno trenta provincie e sono dichiarate per legge istituzioni «di interesse nazionale». Il loro carattere non interamente privato né interamente pubblico sta nel fatto che sono costituite come società per azioni ma quasi tutto il capitale azionario sta nelle mani dello Stato, attraverso l'I.R.I., ed inoltre la loro amministrazione è sottoposta a particolare disciplina. Rappresentano le più importanti banche commerciali in Italia. Occupano pertanto un posto preminente nelle operazioni con l'estero. Eseguono servizi speciali, come l'emissione di assegni circolari e posseggono una estesa rete di filiali all'interno e di corrispondenti, agenzie, rappresentanze all'estero.

Per legge devono limitarsi alle operazioni di breve termine, salvo in casi speciali. Non posseggono perciò sezioni autonome. Però nel 1946 hanno potuto dar vita alla Banca di Credito Finanziario (Mediobanca), che è un organismo autonomo per la concessione di prestiti di media durata (da 1 a 5 anni) e raccoglie i depositi e il risparmio mediante gli uffici delle tre Banche.

c) Banche di credito ordinario.

Compiono tutte le operazioni commerciali di breve termine; alcune di esse sono ammesse ad esercitare il credito agrario. Sono generalmente società per azioni (149) ovvero società a responsabilità limitata, imprese individuali (64), ecc. Alcune hanno estensione nazionale, altre sono regionali. Non tutte sono in mani private; ve ne sono di quelle il cui capitale appartiene allo Stato per il tramite dell'I.R.I. Solo alcune operano in valute estere e non tutte emettono assegni circolari.

d) Banche popolari cooperative.

Compiono le normali operazioni delle banche commerciali, rivolgendosi però in modo particolare ai bisogni locali. Rivestono una particolare forma giuridica (cooperative di credito), nella quale il valore di ogni azione e il numero delle azioni che ogni socio può possedere sono limitati. Ad eccezione di alcuni grandi organismi (Banca Popolare Cooperativa di Milano e B. P. C. di Novara), esse hanno limitata sfera d'azione. Solo alcune hanno estensione inter-provinciale; per lo più operano solo in uno o più comuni. Alcune compiono operazioni con l'estero ed emettono assegni circolari. Anch'esse, al pari delle Banche di interesse nazionale, hanno dato vita (1946) ad un organismo chiamato *Centrobanca* per la concessione di credito a medio termine.

e) *Casse di risparmio, Monti di Credito su Pegno, Casse Rurali.*

Le Casse di risparmio raccolgono il risparmio delle categorie finanziariamente modeste e lo investono in titoli pubblici e in costruzioni edilizie, in modo da assicurare una remunerazione stabile. Compiono anche le operazioni delle banche commerciali. Sono enti pubblici, hanno fondi da dotazione e non giù capitale azionario.

I Monti di Credito su Pegno, che sono la continuazione degli antichi Monti di Pietà, creati nel Medio Evo per combattere l'usura, concedono prestiti di importo anche minimo, a miti condizioni, dietro garanzia di pegno. Sono

sottoposti a controllo pubblico in quanto esercitano una funzione sociale che l'iniziativa, privata, guidata dalla ricerca del guadagno, non sarebbe in grado di esplicare. A seconda dell'entità: dei depositi raccolti, si distinguono in due categorie. Quelli di prima categoria hanno struttura e funzione analoghe alle Casse di Risparmio: accanto al prestito su pegno si occupano della raccolta di risparmio. Quelli di seconda categoria impiegano, normalmente, nei prestiti i fondi patrimoniali.

Le Casse rurali, istituti di carattere cooperativo e mutualistico esistenti in piccoli centri, concedono piccoli prestiti agli agricoltori e sono amministrate dagli stessi agricoltori.

§ 13 - Tendenze evolutive nella posizione relativa delle varie categorie di aziende di credito.

È degna di attenzione, benché non si possa ancora formulare un giudizio attendibile, la tendenza che si è venuta manifestando negli ultimi anni riguardo al grado di importanza relativa delle cinque categorie di aziende di credito.

La tabella che segue indica la percentuale di partecipazione di ciascuna categoria all'ammontare dei depositi dell'intero sistema bancario.

Balza evidente una tendenza verso la diminuzione della quota di depositi raccolti dalle Banche di interesse nazionale, rispetto alla raccolta globale, diminuzione che trova riscontro nell'accrescimento della parte che si rivolge alle Banche di Credito Ordinario e alle Banche Popolari Cooperative.

PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE DELLE VARIE CATEGORIE DI AZIENDE DI CREDITO AI DEPOSITI DEL SISTEMA BANCARIO

	B.D.P.	B.I.N.	B.C.O.	B.P.C.	C.R.	Sistema bancario
1933	17.9	25.-	15.5	9.5	32.1	100
1941	20.9	26.3	17.1	10.1	25.6	100
1944	22.8	29.6	18.1	10.9	18.6	100
1950	23.2	23.1	21.8	10.7	21.2	100
1956	22.9	21.1	22.5	11.-	22.5	100
1957 (maggio)	22.9	20.3	22.7	11.1	23.-	100

Non meno istruttivo è l'esame degli indici dell'andamento della raccolta di depositi di ciascuna categoria in rapporto a quello dell'intero sistema bancario.

**INDICI DELL'ANDAMENTO DEI DEPOSITI DELLE VARIE CATEGORIE D'AZIENDE
DI CREDITO IN RAPPORTO ALLA RACCOLTA TOTALE**

	B.D.P.	B.I.N.	B.C.O.	B.P.C.	C.R.	Sistema bancario
1951	121	126	121	116	115	120
1952	149	158	154	144	138	149
1953	172	187	180	171	163	175
1954	201	202	203	197	195	200
1955	229	222	238	229	235	231
1956	257	237	269	268	275	260
1957 (maggio)	261	231	277	276	288	265

Sorge il problema di accertare se il mutamento nella posizione relativa fra i vari tipi di banche sia dovuto a fattori transitori ovvero denunzi l'avvio ad una vera e propria trasformazione strutturale del sistema bancario; e, nell'uno e nell'altro caso, di individuare i fattori in gioco.

La più rapida espansione relativa delle categorie con aziende dalle dimensioni generalmente più piccole (B. C. O., B. P. G., C. R.) rispetto, ad esempio, alle Banche di interesse nazionale può essere dovuta all'effetto

VARIAZIONI NEL NUMERO DEGLI SPORTELLI DELLE VARIE CATEGORIE DI AZIENDE DI CREDITO

Anni	B.D.P.			B.I.N.			B.C.O.			B.P.C.			C.R.			Sistema bancario		
	Sportelli esistenti a fine anno	Sportelli aperti nell'anno	Percentuale di aumento	Sportelli esistenti a fine anno	Sportelli aperti nell'anno	Percentuale di aumento	Sportelli esistenti a fine anno	Sportelli aperti nell'anno	Percentuale di aumento	Sportelli esistenti a fine anno	Sportelli aperti nell'anno	Percentuale di aumento	Sportelli esistenti a fine anno	Sportelli aperti nell'anno	Percentuale di aumento	Sportelli esistenti a fine anno	Sportelli aperti nell'anno	Percentuale di aumento
1950	1.183	19	1.6	661	11	1.7	1.890	50	2.7	1.142	34	3.1	2.118	71	3.5	6.994	185	2.7
1951	1.192	9	0.8	672	11	1.7	1.891	1	0.1	1.159	17	1.5	2.141	23	1.1	7.055	61	0.9
1952	1.190	2	—	674	2	0.3	1.892	1	0.1	1.158	1	—	2.149	8	0.4	7.063	8	0.1
1953	1.193	3	0.3	675	1	0.1	1.902	10	0.5	1.159	1	0.1	2.165	16	0.8	7.094	31	0.5
1954	1.197	4	0.3	676	1	0.1	1.905	3	0.2	1.172	13	1.1	2.177	12	0.6	7.127	33	0.5
1955	1.229	32	2.7	676	—	—	1.912	7	0.4	1.186	14	1.1	2.191	14	0.6	7.194	67	0.9
1956	1.257	28	2.3	691	15	2.0	1.994	82	4.3	1.258	72	6.1	2.296	105	4.8	7.496	302	4.2

della politica di sviluppo economico, la cui incidenza può essere stata particolarmente sensibile in zone in cui operano di preferenza quelle aziende. A conferma di ciò possono essere invocati i dati relativi alla diversa intensità con cui sono aumentati gli sportelli delle varie categorie. Questi dati, quali risultano dal Bollettino della Banca d'Italia, indicano infatti aumenti più forti per le categorie che registrano più rapido accrescimento relativo di depositi (1).

Evidentemente queste cifre vanno interpretate tenendo presente che su di esse agisce il criterio adottato dall'organo competente a concedere le autorizzazioni all'apertura degli sportelli.

L'accertamento dell'influenza di una deliberata direttiva preferenziale non è agevole. Il confronto fra le percentuali di domande respinte per ciascuna categoria, ad esempio, non dice molto a questo riguardo. Esso presupporrebbe, per essere significativo, uguale espansione potenziale dei depositi per ogni sportello addizionale; e ciò è palesemente arbitrario.

Tuttavia l'indagine accurata dei vari elementi rilevanti, può certamente dare un'idea del peso esercitato dalla politica: delle autorizzazioni rispetto ai fattori genuini dell'orientamento della clientela verso le varie categorie di aziende di credito.

Comunque sia, è chiaro che la proporzione dei depositi non è che uno degli elementi che caratterizzano l'importanza relativa dei vari tipi di aziende. Esaminando il mutamento che pure si registra nelle rispettive proporzioni di depositi fiduciari e conti correnti, si è indotti a supporre che la relativa diminuzione dei depositi presso i grandi organismi, come le banche di interesse nazionale, sia accompagnata da aumento di acquisto di azioni e di obbligazioni. Questo spostamento ha per risultato non la cessazione ma solo il mutamento delle relazioni intercorrenti fra la clientela e le banche stesse.

§ 14 - Gli istituti per il finanziamento industriale.

Gli istituti che attendono al finanziamento dell'industria, particolarmente con crediti di medio termine, sono pubblici o privati.

1) Il *Consorzio sovvenzioni* su valori industriali, fondato nel 1915 col compito di concedere prestiti su garanzia di azioni industriali, materie prime e prodotti finiti. Dopo vicende diverse, opera attualmente sotto il controllo della Banca d'Italia, il cui Governatore ne è il capo.

2) Il *Consorzio dà Credito per le opere pubbliche*, sorto nel 1919, il cui capitale appartiene alla Cassa Depositi e Prestiti, a Società d'assicurazione e Casse di risparmio. Anticipa a creditori dello Stato somme a loro dovute per opere pubbliche eseguite.

1) Si noti che i dati riguardano l'andamento del fenomeno a partire dalla fase di sviluppo economico, cioè dal 1950. Qualora si volesse estendere il raffronto all'anteguerra, ad esempio al 1938, si avrebbero risultati in parte differenti.

3) *L'Istituto di Credito per le Imprese di pubblica utilità*, strettamente connesso col precedente, che fu creato nel 1924 allo scopo di concedere prestiti per l'esecuzione di opere eseguite da imprese private per conto dello Stato, delle Provincie e dei Comuni.

4) L'Istituto Mobiliare Italiano (I.M.I.), la cui esistenza rimonta al 1931, il punto culminante della depressione, quando si volle con esso sanare la situazione delicata delle banche. Occupa un posto assai importante sia per le operazioni che compie col proprio capitale e con la emissione d'obbligazioni, sia per i servizi ad esso affidati dallo Stato. Concede prestiti di 20 anni all'industria e può acquistare partecipazioni in altre imprese mentre non è autorizzato a ricevere depositi direttamente dal pubblico.

5) Vi sono da ricordare le sezioni speciali operanti nel settore del credito a medio e lungo termine presso le Banche di diritto pubblico, sopra menzionate; inoltre la Mediobanca e la Centrobanca, che sono entrambe autorizzate a raccogliere risparmio. Inoltre vi è l'Ente Finanziamenti Industriali, nonché altre istituzioni finanziarie.

6) Recentemente sono State costituite: la Cassa per Credito alle imprese artigiane, chiamato a finanziarie le istituzioni che concedono crediti a medio termine ad imprese artigiane; risconta cambiali e dà crediti su titoli; l'Istituto Centrale per il Credito a medio termine a favore delle medie e piccole industrie:

Mediocredito, fondato con partecipazione di capitale statale, che risconta cambiali o assume crediti o obbligazioni connesse al finanziamento di medie e piccole industrie, compiuto dalle speciali istituzioni regionali create nel 1950 e da altri organismi.

7) Resta da menzionare il gruppo di enti che attendono al credito a lungo termine, specialmente su garanzia di immobili. Come si è detto sopra, vi sono sezioni speciali delle Banche di diritto pubblico che operano in questo settore. Vi sono poi gli enti che concedono a proprietari d'immobili crediti a lungo termine, fino a 30 anni. Si tratta di speciali istituti di credito ipotecario e di alcune sezioni autonome di credito ipotecario presso le Banche di diritto pubblico e le Casse di Risparmio: Istituto Italiano di credito fondiario Sardo, Istituto di Credito fondiario delle tre Venezie, della Venezia Tridentina, Sezione ipotecaria della Banca Nazionale del Lavoro, del Banco di Napoli, del Banco di Sicilia, dell'Istituto Bancario S. Paolo, del Monte dei Paschi, delle Casse di Risparmio delle Provincie Lombarde, di Bologna, di Gorizia.

Il credito agrario di esercizio è tornito da istituti speciali e prende forma di sconto di cambiali agrarie emesse su garanzia di raccolti pendenti, di scorte e di attrezzi. Il credito di miglioramento assume la forma di prestiti (eccezionalmente di sconto di cambiali agrarie fino a 5 anni) su garanzia ipotecaria, che forniscono il capitale richiesto per miglioramenti durevoli della terra. A questo tipo di prestiti attende il Consorzio di Credito Agrario di Miglioramento, il cui capitale è sottoscritto in parte dallo Stato e in parte da istituti di credito e Casse di risparmio.

§ 15. - Le cosiddette «banche di sviluppo».

In un certo senso si può affermare che le economie sottosviluppate e arretrate di oggi: Asia, Africa, America Latina, guardino a quelle progredite dell'Occidente allo stesso modo che i Paesi dell'Europa continentale guardavano all'Inghilterra un secolo fa. Il senso della distanza si tramuta nel desiderio di bruciare le tappe per giungere quanto prima allo stesso tenor di vita. Come è noto, nel Continente si pensò allora di innovare l'ordinamento creditizio introducendo la *banca mista*, capace di offrire alle imprese il finanziamento a lungo termine e anche di suscitare e, entro certi limiti, di dirigere iniziative industriali. Attualmente nei Paesi ancora lontani dalle economie progredite si delinea il miraggio di analoghi organismi: le *banche di sviluppo*, da cui si attendono risultati simili.

Presentata in questi termini, la tesi è insostenibile. La struttura creditizia non è solo questione di tecnica organizzativa ma è il riflesso di un complesso di elementi economici, giuridici, commerciali, fiscali, ecc. Sotto questo aspetto non esiste uguaglianza di condizioni fra le economie sottosviluppate ed arretrate dell'epoca presente e le economie occidentali di un secolo fa. In quelle mancano perciò i presupposti del successo del credito mobiliare esercitato nella forma delle banche miste, come si è detto sopra.

Tuttavia qualcosa in comune vi è: in entrambi i casi l'ansia di progresso economico porta irresistibilmente ad adattare il sistema creditizio alle esigenze di un rapido sviluppo. Che ormai la linea di demarcazione fra banche di credito commerciale e istituti finanziari non debba essere intesa in modo rigido è senz'altro da riconoscersi. Non fa meraviglia pertanto che la Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo abbia raccomandato a talune banche di Paesi sottosviluppati richiedenti prestiti internazionali, le quali godevano di forte posizione di riserva, di entrare, sia pure con le dovute cautele, nel finanziamento a medio ed anche a lungo termine al fine di non scoraggiare le iniziative industriali.

Uno dei motivi per cui la Banca Internazionale ha insistito su quella raccomandazione è che la garanzia governativa, per i prestiti che essa concede nei Paesi sottosviluppati ed arretrati viene più facilmente accordata ad istituti finanziari anziché ad imprese industriali.

Ma da questa constatazione ad affermare l'opportunità di estendere il campo di operazione delle banche vere e proprie delle zone sottosviluppate e arretrate fino a comprendere anche il finanziamento di lungo termine, sul modello delle vecchie banche miste, il passo è troppo audace.

Innanzitutto l'esigenza di liquidità, benché vada intesa, come si è detto, in modo flessibile, è pur sempre un fattore decisivo. Vi è poi da osservare che la mentalità, la competenza tecnica e i procedimenti propri della banca chiamata valutare il rischio dei prestiti a medio e lungo termine sono diverse di quelle richieste per stimare l'esito probabile di affari che si estendono per un periodo di parecchi anni. Ed ancora va considerato che nelle economie in via di sviluppo il

credito per capitale circolante delle imprese è altrettanto importante quanto quello a lungo termine: vi è il pericolo che la trasformazione bancaria nella direzione indicata comprometta, l'efficacia dell'uno e dell'altro tipo.

Il problema si pone invece in termini diversi. La incontestabile opportunità di accelerare lo sviluppo mediante un'appropriata struttura creditizia non richiede l'alterazione della figura tipica della banca commerciale, bensì la collaborazione di essa nella costituzione e nel funzionamento di *Istituti di finanziamento*, aventi appunto i requisiti voluti.

L'opera della banca consiste allora in:

- raccolta e destinazione a scopi di sviluppo di capitali a lungo termine;
- promozione di iniziative industriali; assistenza nella organizzazione e nella gestione delle imprese;
- indagine preliminare sulla convenienza ed economicità dei programmi produttivi.

Organismi di questo tipo sono sorti negli ultimi vent'anni in molte nazioni impegnate nello sforzo dello sviluppo: ad esempio, in India, in Messico, in Turchia, quasi sempre per iniziativa dei Governi, che esercitano un certo grado di influenza su di essi: alcuni sono proprietà esclusiva dei Governi; altri di proprietà pubblica e privata nello stesso tempo. Il loro scopo è di stimolare il settore privato dell'economia. Raramente sono in mani di privati. Solo sei esistono attualmente in Paesi sottosviluppati che sono membri della Banca Internazionale: la Banca per lo sviluppo Industriale (Turchia); la per il Credito Industriale e gli Investimenti; la società per lo Sviluppo Finanziario (Ceylon); la Banca di Credito all'industria, agricoltura, e all'edilizia (Libano); la società per il Credito e gli Investimenti Industriali (Pakistan); la società per il finanziamento Industriale (Sud Africa).

La differenza fra questi istituti e quelli rivolti tradizionalmente al finanziamento di medio e di lungo termine consiste nel fatto che quelli che attualmente vedono la luce non sono solo destinati a fornire capitale per lo sviluppo dell'industria ma anche a mobilitare risparmio, suscitare iniziative imprenditoriali e favorire la preparazione tecnica di coloro che entrano nel campo dell'industria. Essi non si discostano sostanzialmente da istituti esistenti nelle economie avanzate, siano essi di carattere pubblico o privato: Crédit National in Francia, Industrial and Commercial Finance Corporation in Gran Bretagna, Istituto Mobiliare Italiano, Banca di Credito Finanziario, Mediobanca in Italia, ecc.

Il punto importante è che non si ha da fare con banche di credito commerciale che estendano la gamma di attività fino al finanziamento industriale; ma con istituti finanziari che si provvedono di risorse coi procedimenti tipici degli enti che prestano a lungo termine. La emissione di obbligazioni è la forma principale; talvolta l'intero capitale è fornito da enti pubblici che successivamente concedono prestiti, la cui durata però è sempre commisurata alle esigenze degli impiegati fatti dagli istituti stessi. Quando gli istituti sono controllati da banche ordinarie, che li fondarono, ricevono da queste

prestiti che ugualmente non pongono problemi di scadenze paralizzanti; il ricorso alla raccolta di fondi mediante depositi è per lo più limitato ai depositi vincolati. La qualifica di banche, che non di rado ricorre sia nella denominazione che essi assumono sia in qualche sistemazione dottrinale (1), deve pertanto ritenersi impropria.

§ 16. - *Il mercato monetario internazionale.*

I mercati monetari dei diversi paesi sono fra loro collegati nel senso che i fondi, che si rivelano eccedenti — pro tempore — rispetto alla domanda in un mercato, tendono ad essere trasferiti in quelli che temporaneamente accusano deficienza di offerta rispetto alla domanda. Tali spostamenti, che sono provocati e diretti dalle differenze del saggio di sconto nei vari mercati, operano alla loro volta con tendenza a livellare il saggio di sconto nei diversi paesi. Ciò permette di considerare i singoli mercati monetari nazionali quali settori di un unico mercato monetario internazionale.

Benché il mercato monetario internazionale non possa ritenersi localizzato né essere identificato con questo o quel mercato nazionale, è ovvio che i principali mercati nazionali abbiano funzione prevalente e in certo senso direttiva sugli altri. Per le ragioni dette sopra, Londra ha avuto per molto tempo una posizione di primo ordine (2). Questa si arrestò però durante e dopo la guerra del 1914-18, allorché New York prese il sopravvento. Il primato sembrava essere riguadagnato da Londra col ritorno della sterlina alla base aurea nel 1925, nonostante gli sforzi compiuti da New York per assicurarsi stabilmente la preponderanza nelle operazioni di accettazione.

Il mercato delle accettazioni è strettamente connesso alla presenza di numerosi titoli derivanti dal commercio internazionale. Come è noto, il valore di mercato delle cambiali tratte dagli esportatori, la facilità con cui esse possono essere scontate e il saggio di remunerazione a cui vengono scontate dipendono in buona parte dal credito di cui gode il trattario-importatore. Poiché non di rado si tratta, di importatore di paesi lontani e non conosciuto sul mercato del paese esportatore le tratte non sarebbero facilmente negoziabili se non intervenisse la pratica, dell'accettazione ad opera di banche o di case specializzate (*accepting houses*).

La maggior parte delle cambiali negoziate sul mercato (3) delle accettazioni (soprattutto cambiali internazionali ma anche le altre) reca oltre alla firma del trattario anche quella di una banca o di una casa d'accettazione.

1) DIAMOND, *Development Banks*, Baltimore 1957. BOSKEY, *Problems and Practices of Development Banks*, Baltimore, 1960.

2) NIVEAU, *Le marché monétaire de New York et la subordination au marché de Londres au cours du XIX siècle et jusqu'à 1914*, in "économie Appliquée", 1956.

3) Il riferimento è soprattutto al mercato londinese.

Col segnare la propria firma sulla cambiale, accettata in cambio di provvigione, la banca o la casa specializzata garantiscono che la cambiale sarà pagata alla scadenza. Il valore di mercato della cambiale viene così accresciuto; essa può essere ora non solo facilmente presentata allo sconto ma può ottenere prestiti a saggio notevolmente basso. Va ricordato che anche Parigi, dopo la stabilizzazione del franco, fece tentativi per stabilire un mercato delle accettazioni, ad esempio con la creazione della Banque d'Acceptation, cui partecipavano tutti i grandi istituti di credito parigini; con la diffusione di casse di sconto specializzate nel credito di accettazione, ecc.

Ma, nel 1931, l'abbandono della parità aurea scosse il prestigio del mercato di Londra. Né New York poté assumere stabilmente la successione perché nel 1933 anche il dollaro subiva la svalutazione. Da quell'epoca si può dire che il mercato monetario internazionale, inteso nel senso tradizionale, abbia cessato di funzionare. I trasferimenti internazionali sono continuati ancora per alcuni anni; ma o si trattava di movimenti puramente speculativi ovvero di fughe di capitali, non attratti da remunerazione più vantaggiosa, ma sollecitati dalla ricerca di un rifugio ritenuto più sicuro. Per la maggior parte si trattava di movimenti di capitali indesiderabili, i cui effetti occorreva neutralizzare mediante i fondi di stabilizzazione dei cambi, di cui ampiamente si tratterà più avanti.

Non sono mancati nell'epoca precedente alla Seconda guerra mondiale voti e proposte per ricostituire il mercato monetario internazionale, la cui utile funzione non può essere in alcun modo disconosciuta. Successivamente il problema fu condizionato dalla ricostruzione economica e monetaria del mondo che si venne conducendo dalla fine della Seconda guerra mondiale. Oggi non può prospettarsi nei termini in cui si poneva all'epoca delle stabilizzazioni monetarie dopo il 1925. Indizi molteplici fanno prevedere che in avvenire sarà New York il centro monetario e finanziario mondiale e il dollaro sarà la moneta prevalente nell'internazionale.

Il tipo aureo, inteso quale sistema monetario internazionale collegante con notevole grado di stabilità le monete dei principali paesi del mondo, è venuto meno, benché nulla lasci pensare che debba cessare o solamente ridursi l'impiego del metallo giallo a scopo monetario soprattutto nei paesi produttori e detentori di oro. Il mercato monetario internazionale viene gradualmente ricostituito a mano a mano che i nuovi metodi nelle contrattazioni internazionali vengono estesi e perfezionati in modo da assicurare il vincolo di una certa stabilità fra le varie monete.

D'altra parte il notevole accrescimento degli scambi nell'interno dell'Europa continentale, a scapito di quelli con l'oltremare, e la tendenza verso una certa, sia pur limitata, autonomia economica continentale, che durante il conflitto facevano prevedere uno spostamento di quelli che furono i centri monetari nell'epoca del sistema aureo internazionale e della politica del libero scambio combinato col protezionismo, non appaiono ora quali fattori duraturi e decisivi della futura costellazione monetaria e finanziaria mondiale.

L'ultima parola in questo campo sarà detta dal grado di successo delle nuove forme di collaborazione economica internazionale, di cui sono espressione saliente la Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo e il Fondo Monetario Internazionale, sul piano mondiale e la Banca europea, degli Investimenti sul piano europeo, su cui si tornerà alla fine del presente volume. Si esamineranno allora anche le vicende per il ritorno alla convertibilità, delle monete.

Come è noto negli ultimi anni il sistema di compensazione multilaterale attuato con l'ausilio dell'unione europea dei pagamenti sotto la spinta della scarsità dei dollari in Europa ha fatto rapidamente salire il volume del commercio intereuropeo rispetto a quello fra l'Europa e gli altri Continenti. E ciò va indubbiamente interpretato come un avviamento verso quell'espansione dei traffici internazionali del più ampio raggio possibile, che si è avuta col venir meno dello squilibrio fra economia europea ed economia degli Stati Uniti d'America. Ancora incerta è la parte che in avvenire assumeranno nella collaborazione economica mondiale i Paesi del blocco sovietico.

CAPITOLO XIV.

LE OPERAZIONI DI BORSA

§ 1. La speculazione in generale e la speculazione in senso stretto.

In termini generali si può parlare di speculazione per denotare ogni operazione economica, comunque connessa con un certo grado di rischio. Siffatta amplissima nozione di speculazione comprende in realtà, tutta l'attività economica nel mondo contemporaneo, in cui, data la grande variabilità degli elementi del calcolo economico, l'incertezza del futuro comporta sempre un grado maggiore o minore di rischio.

Dalla esatta o erronea previsione della futura capacità d'assorbimento del mercato dipende se il produttore di una merce qualsiasi o l'offerente di un servizio realizzi un lucro o una perdita nella sua normale attività. Ugualmente il commerciante che acquista merce dal produttore per rivenderla in un momento successivo sul mercato, realizzerà un guadagno o subirà una perdita a seconda che il futuro andamento del mercato corrisponderà o no alla sua previsione. Anche chi compie un qualsiasi investimento di capitali in immobili o in titoli è esposto al rischio quanto alla realizzazione del reddito; finanche l'acquirente di titoli a reddito fisso dovrà fronteggiare le conseguenze di una eventuale variazione della capacità d'acquisto della moneta, oltre quello dell'insolvenza del debitore.

È possibile tuttavia distinguere, almeno teoricamente, nella molteplice varietà di operazioni economiche, quelle in cui l'elemento speculativo entra in maggior misura che in altre. Così, innegabilmente, le imprese che fabbricano prodotti da lanciare per la prima volta sul mercato, affrontano rischi che di

regola non impongono alla previsione di quelle che offrono merci ormai entrate nel normale assorbimento del mercato. E ad un'alea maggiore è indubbiamente esposto il risparmiatore che dirige i propri investimenti alle azioni rispetto a quello che si accontenta del reddito fisso delle obbligazioni.

Ma in teoria ed in pratica la parola speculazione è adottata più spesso in un significato più ristretto. Essa denota *l'attività di chi si propone di ricavare un lucro dalle variazioni dei prezzi, sia dei beni, sia dei titoli*.

In tali casi l'assunzione del rischio non solo è sempre consapevole, ma non è più elemento, diciamo così, accessorio di una normale attività produttrice o commerciale o investitrice — come è nei casi suindicati — bensì costituisce una operazione autonoma. Si acquistano (o si vendono) titoli non perché si intenda investire (o disinvestire) durevolmente il capitale nelle (o dalle) imprese che li emisero, bensì solo perché si spera di rivenderli ad un corso maggiore (o di riacquistarli ad un corso minore) onde realizzare un guadagno.

Si dica altrettanto delle merci: queste vengono acquistate (o vendute) non già allo scopo di impiegarle nel processo produttivo o commerciale (ovvero allo scopo di rivolgere ad altri impieghi la somma ricavata), ma solo in previsione di guadagnare in successive operazioni.

§ 2. - *L'oggetto delle operazioni di borsa.*

Siamo così di fronte ad una speciale categoria di operazioni economiche, che per sua essenza è distinta da quella delle operazioni produttrici, commerciali, investitrici, di consumo, ed anzi non è ritenuta neanche «produttiva» nel senso comunemente attribuito a tale espressione, in quanto essa non si propone di arrecare direttamente un accrescimento di utilità, per la collettività. Si discute, infatti, — come si dirà più avanti — se la speculazione, per le sue indirette conseguenze, compia o no una funzione utile per il sistema economico.

Benché in pratica sia strettamente difficile per non dire impossibile, concettualmente è agevole individuare una speciale categoria di soggetti economici che si specializzano in tale forma di attività, e che taluni designano come «i professionisti della previsione economica».

A precisare più esattamente questo tipo di speculazione che, per intenderci, abbiamo denominato «speculazione in senso stretto», occorre notare che essa si lascia caratterizzare per l'alto grado d'astrattezza e di spersonalizzazione delle sue operazioni. Le merci e i titoli vengono trattati, come si dice in gergo come astrattamente, senza cioè che si faccia riferimento a lotti concreti di merci o a titoli concretamente individuati. Inoltre, merci e titoli si comperano e si vendono indipendentemente dalla considerazione di un determinato impiego che le merci presumibilmente riceveranno o dal bisogno di finanziamento delle imprese o degli enti che emisero i titoli. Per lo più lo speculatore opera non necessariamente in rapporto con le persone che dovranno impiegare la merce o

che posseggono la merce, né con la impresa o l'ente che emise i titoli e col risparmiatore che investirà durevolmente in titoli il proprio capitale.

Non tutto ciò che forma oggetto di scambio è suscettibile di essere comprato e venduto «astrattamente». Deve trattarsi di beni perfettamente fungibili. Tali sono i titoli: azioni, obbligazioni pubbliche e private, divise, nonché *alcune merci* che, per le loro qualità, merceologiche, possono essere agevolmente ridotte a taluni tipi. Questi beni fungibili sono oggetto di contrattazione in quegli speciali mercati che sono la borsa valori e la borsa merci. Nella borsa merci la fungibilità è ottenuta, con l'ausilio di particolari classificazioni, generalmente accettate, delle merci. Si può dire che nella borsa si trovino realizzate le condizioni necessarie per l'esercizio del tipo di speculazione di cui parliamo. pertanto, benché essa possa svolgersi in qualsiasi mercato, viene di solito identificata con la speculazione di borsa.

§ 3. - Il carattere e tecnica delle operazioni di borsa.

Non tutte le operazioni di borsa sono operazioni puramente speculative. Sono tali tutti gli acquisti o vendite di titoli o di merci fatti da chi non intende investire o disinvestire durevolmente capitale, ovvero avere la disponibilità durevole delle merci o dell'equivalente monetario, ma solamente appropriarsi della differenza di valore di titoli e merci in due momenti diversi.

Chi, prevedendo l'aumento del corso dei titoli (o del prezzo delle merci) acquista titoli (o merci) per rivenderli al corso (o al prezzo) maggiore, specula al rialzo e si chiama, specialmente nel gergo della borsa valori, rialzista (*spéculation à la hausse, bull speculation*). Chi, in previsione della diminuzione, vende titoli (o merci) per ricomprarli a condizioni più favorevoli, specula al ribasso, e si dice ribassista (*spéculation à baisse, bear speculation*).

Ciò che interessa allo speculatore non è tanto il livello del corso dei e del prezzo delle merci al momento della contrattazione, quanto invece la differenza dei corsi o dei prezzi in due momenti successivi. Perciò la tipica operazione speculativa di borsa è il contratto a termine. Si comprano titoli o merci ai prezzi del giorno della contrattazione, stabilendosi che la consegna dei titoli o delle merci contro denaro si verifichi in un momento futuro. Se in questo momento non interessa ai contraenti ricevere o consegnare i titoli o le merci, la liquidazione avviene col semplice pagamento in denaro della differenza fra il corso o il prezzo convenuti e quelli del giorno della, liquidazione.

Pertanto, il venditore può offrire titoli o merci che non possiede al momento della convenzione e che finisce per non procurarsi per la consegna neanche al momento della liquidazione, e il compratore può promettere di pagare una somma che non possiede al momento di assumere l'impegno e che finisce per non procurarsi neanche per il giorno della liquidazione. Ciò che si richiede è che alla liquidazione il compratore paghi la differenza fra corso (o prezzo) convenuto e corso (o prezzo) di liquidazione, se si è verificato ribasso: ovvero che il venditore paghi la differenza nel caso contrario.

Ma i contraenti possono anche ridurre il rischio del pagamento della differenza, stipulando una clausola che trasformi la contrattazione in una operazione a premio, per la quale il contraente, nei cui confronti l'adempimento del contratto fosse divenuto eccessivamente oneroso, può rinunziarvi, previo pagamento del premio convenuto. Pure allo scopo di ridurre il rischio si può far ricorso ad altre clausole del genere, di cui è ricca, la moderna tecnica borsistica.

Inoltre, sempre nell'intento di dimostrare che l'interesse dello speculatore si concentra essenzialmente sulla differenza, di corsi, si vuol ricordare che i contraenti possono prolungare l'operazione col riporto o il deporto nel caso che alla liquidazione non risultino avverarsi le proprie previsioni. Così, nel caso di ribasso del corso dei titoli, il compratore allo scoperto può dare a riporto i titoli acquistati, vale a dire ottenere da un terzo, sul pegno dei titoli medesimi, il denaro occorrente per pagarli, nella speranza che alla successiva epoca di liquidazione abbia a verificarsi il rialzo; in tal guisa egli si rifarà della perdita subita ed otterrà eventualmente un guadagno. E nel caso che non si sia verificato il ribasso del corso dei titoli previsto dal venditore allo scoperto, questi potrà comprarli da un terzo a contanti e rivenderglieli a termine a prezzo minore (deporto), nella speranza che alla successiva liquidazione si verifichi il ribasso.

§ 4. - I criteri per la valutazione etica, economica e sociale della speculazione di borsa.

Dalle brevi nozioni sui caratteri e sulla tecnica delle operazioni speculative di borsa sopra ricordate appare confermato che queste operazioni si compiono indipendentemente dalla esistenza di un reale bisogno di merci o di titoli d'investimento e indipendentemente dalla effettiva disponibilità delle merci e dei titoli e delle somme occorrenti al pagamento, essendo invece puri e semplici strumenti di guadagno per chi le compie. Proprio su questo dato di fatto incontrovertibile si fonda gran parte delle note accuse che da più parti si rivolgono da tempo contro la speculazione di borsa ed in genere contro la borsa.

Occorre intanto precisare che la riprovazione, che talora giunge persino all'aperta condanna della speculazione di borsa, non fa appello esclusivamente allo spirito di guadagno che ispira le operazioni speculative.

In fondo, anche l'impresa privata in genere (di produzione, o di scambio, o di trasporti, o di credito, ecc.) è di regola alimentata dalla ricerca di un guadagno. E per quanto sia desiderabile, anzi imperiosa l'esigenza che l'ispirazione etica dell'economia penetri profondamente nella coscienza di tutti, sì da far sentire l'intimo solidarietà esistente fra il beninteso interesse del singolo e l'interesse della collettività e da far concepire l'attività lucrativa anche in funzione sociale, non sembra esservi motivo per condannare l'impresa privata se questa, fedele alla disciplina attuata dagli organi di direzione economica, conferisce alla realizzazione dei fini dell'economia sociale con la viva partecipazione al processo economico.

Per la stessa considerazione non potrebbe ritenersi giustificata l'avversione o la condanna della speculazione di borsa pronunciata unicamente a motivo dello stimolo del guadagno da cui è ispirata. Ed in realtà il giudizio sfavorevole invoca altri elementi che accompagnerebbero le operazioni speculative. Esse — si afferma — consentono guadagni ad una attività puramente parassitaria, che, mentre non esige dallo speculatore alcuna reale prestazione, non reca al sistema economico alcun apporto di beni, o di servizi, o di utilità. In altre parole, i benefici realizzati dallo speculatore sarebbero guadagni non meritati.

Per poter giudicare della validità di tale affermazione — prima di passare ad esaminare anche le accuse minori che si fanno alla speculazione di borsa — è opportuno indagare se essa non eserciti una funzione positiva in favore del sistema economico. Se si giunge a dimostrare che la speculazione di borsa, indirettamente, e cioè senza che lo vogliano o se lo propongano gli operatori di borsa, finisce per arrecare effetti vantaggiosi per l'economia, è evidente che il giudizio sfavorevole debba essere modificato. In questa indagine conviene procedere distinguendo la speculazione che si compie nella borsa valori (speculazione commerciale) da quella che ha luogo nella borsa valori (speculazione finanziaria).

§ 5 - Le funzioni della speculazione commerciale: il livellamento dei prezzi nel tempo e nello spazio.

La funzione della speculazione commerciale è duplice: a) da una parte essa attenua le differenze di prezzo nel tempo e nello spazio; b) dall'altra riduce il rischio della produzione e del commercio.

Per l'una e per l'altra via contribuisce ad un più ordinato svolgimento della vita economica.

Precisamente perché le contrattazioni speculative in borsa si compiono «astrattamente» il mercato delle merci trattate in borsa viene ad essere enormemente esteso e ad essere svincolato dall'andamento di domanda e offerta locali. Chi desidera acquistare merci trova sempre la contropartita, potendo essere negoziate merci lontane o non ancora esistenti. L'estensione del mercato e l'accresciuti elasticità di domanda e di offerta concorrono in generale a *ridurre le differenze dei prezzi nel tempo e nello spazio*.

In particolare, poi la speculazione commerciale favorisce il livellamento del prezzo nel tempo soprattutto intervenendo a ripartire fra i vari periodi dell'anno l'offerta di prodotti agricoli, che nell'epoca immediatamente successiva alla raccolta, sarebbe sovrabbondante rispetto alla domanda di quel dato periodo. Inoltre essa opera nello stesso senso influenzando sulla produzione e sul consumo delle merci (materie prime) ad offerta e domanda più elastiche dei prodotti agricoli. In previsione di un futuro rialzo (o ribasso) di prezzi, gli speculatori comprano (o vendono) merce, anticipando il futuro movimento e facendo attuare gradualmente una variazione che si sarebbe egualmente, ma bruscamente verificata.

L'eliminazione della brusca variazione si compie per duplice via: affrettando il rialzo (o ribasso) del prezzo, la speculazione riduce (o allarga) il consumo della merce; dall'altra parte l'anticipato rialzo (o ribasso) del prezzo stimola (o rallenta) la produzione, in guisa che il previsto rialzo (o ribasso) del prezzo tende ad essere ridotto per effetto del contemporaneo adattamento della domanda e dell'offerta. In altre parole: chi acquista nella previsione di futuro rialzo di prezzo contribuisce, è vero, a far salire il prezzo stesso prima di quanto sarebbe previsto, ma per ciò stesso finisce per farlo salire meno bruscamente e, probabilmente, anche per evitare di fargli toccare punte esagerate. Ciò può agire inoltre come monito ai consumatori affinché si trattengano da un largo consumo delle merci in rialzo nonché ai produttori e ai commercianti affinché accrescano la produzione o l'importazione delle merci medesime.

La speculazione commerciale opera poi anche in favore dell'eliminazione di sensibili differenze di prezzo nello spazio, in quanto favorisce la più adeguata distribuzione territoriale della merce stessa in relazione all'ampiezza della domanda locale. Essa compra infatti là dove la merce è disponibile a prezzi più bassi (e cioè là dove relativamente abbonda) e vende nei mercati in cui il prezzo è più elevato (ove cioè la merce è relativamente più scarsa).

Naturalmente il successo di tali operazioni dipende dall'esatta previsione del futuro e dall'esatta conoscenza delle condizioni dei mercati nello spazio. È nell'interesse degli speculatori che la previsione e la conoscenza siano quanto più possibile esatte, poiché gli errori commessi nell'una e nell'altra sono per essi cagione di perdite o quanto meno di non realizzati guadagni.

L'esatta previsione o l'esatta conoscenza delle condizioni dei mercati esigono studio vigile e attento dei prezzi, della produzione e degli scambi, dei gusti, dei consumi, e questo a sua volta richiede accurato servizio di informazioni e speciale talento di valutazione e d'apprezzamento. In altre parole, l'attività speculativa richiede anche essa un lavoro, una prestazione, una applicazione di mezzi scarsi, al pari di quella di qualsiasi altra impresa.

Alla luce di tali considerazioni risulta pertanto che la speculazione commerciale, pur essendo soggettivamente diretta esclusivamente al guadagno personale, si risolve oggettivamente in vantaggio collettivo e che, d'altra parte, essa non si compie senza una prestazione di servizio da parte degli operatori. Ma vi è anche un altro aspetto che rivela la sua funzione utile per sociale.

§ 6. - La funzione di copertura della speculazione commerciale.

Si è detto sopra che nella moderna economia ogni impresa è esposta in misura maggiore o minore a rischi, a cagione dell'incertezza del futuro. È certo pure che l'impresa si sforza in tutti i modi, e specialmente con un saggio ordinamento delle proprie attività, di eliminare i rischi relativi ad eventi suscettibili di essere padroneggiati, mentre si adopera a riversare su altri soggetti i rischi ineliminabili. Particolari organismi, infatti, si specializzano nell'assumere rischi altrui — le società di assicurazione — e trovano conveniente il farlo in

quanto riescono a far sopportare ad una pluralità di persone o imprese, egualmente esposte ai rischi, l'onere degli eventi dannosi che in concreto vengono a colpire solo alcune di esse.

Vi sono però dei rischi che nessuna società di assicurazione sarebbe in grado di assumere: quelli derivanti dalle variazioni dei prezzi. Si tratta in tal caso di rischi non esattamente individuabili, non suscettibili di alcun calcolo di probabilità, non omogenei (una variazione di prezzo che è dannosa per taluni, è invece favorevole per altri). Ora la speculazione commerciale compie appunto la funzione di assumere su di sé gran parte di questi rischi che, non rientrando nell'alea normale delle imprese produttrici e commerciali, non sono assicurabili.

Innanzitutto, attenuando le oscillazioni dei prezzi, come si è detto sopra, essa riduce i rischi incombenti sulle imprese. Oltre a ciò essa libera in gran parte le imprese stesse dai rischi delle residue variazioni dei prezzi. L'esempio più semplice che si possa qui indicare è il presente. Una impresa molitoria che abbia acquistato in contanti del grano per trasformarlo in farina è esposta al rischio che, nel periodo occorrente per la lavorazione, il prezzo della farina si abbassi rispetto a quello corrispondente al prezzo al quale acquistò il grano. Il ricorso ad un'operazione di borsa permette all'impresa di assicurarsi il prezzo remunerativo. Essa può infatti vendere a termine il grano al prezzo al quale l'aveva acquistato sicché in caso di diminuzione del prezzo del grano e della farina potrà, compensare la perdita sul prezzo della farina ricevendo il pattuito prezzo più elevato del grano. Può invece accadere che aumenti il prezzo del grano e della farina: essa subirà allora una perdita, dalla sua vendita; a termine ma la compenserà incassando il prezzo più elevato della farina.

Con procedimento analogo, anche il commerciante può liberarsi dal rischio di variazione di prezzo nel periodo intercedente fra l'acquisto e la rivendita della merce, ovvero fra la rivendita e il riacquisto della merce. Egli venderà a termine la merce acquistata sul mercato effettivo ovvero comprerà a termine la merce venduta sul mercato effettivo. In altre parole, l'operazione a termine serve per assicurare il contratto effettivo inverso.

L'operazione a termine può servire anche per assicurare il commerciante che vende all'estero contro il rischio di una variazione del corso dei cambi. In tutti questi casi il ricorso alla speculazione da parte dell'impresa molitoria o del commerciante serve ad assicurarne prezzo remunerativo e non già a compiere operazioni dirette esclusivamente lucrare un guadagno dalla differenza di valori. Ma ciò è a loro possibile in quanto esista una speculazione di borsa disposta in ogni tempo ad assumere i rischi della produzione e del commercio.

Molto si è discusso per accertare se tale funzione della speculazione, che si denomina «funzione di copertura» (hedging), sia da assimilare o no al procedimento assicurativo. Ma la disputa non ha fondamento per chi abbia rettamente inteso trattarsi di rischi non assicurabili; per questi si può solo dire che la speculazione esercita la medesima funzione che l'assicurazione compie per i rischi assicurabili.

§ 7. - Le funzioni della speculazione finanziaria.

Anche la speculazione finanziaria è messa in opera esclusivamente dalla ricerca di guadagno. Ma anche per essa può dirsi che in definitiva esercita funzioni benefiche per l'economia sociale. Tali benefici sono molteplici. Per brevità qui si fa cenno solo dei tre principali.

a) Innanzi tutto, la borsa serve a conferire un notevole grado di liquidità ad investimenti che per la loro natura sono destinati alla immobilizzazione per lunga durata. La presenza continua di soggetti disposti a comprare o vendere titoli libera il risparmiatore dal rischio di non poter disporre prima di un certo periodo del capitale investito, come libera la società o l'ente che emisero i titoli dal rischio di fronteggiare la richiesta di capitale mentre è tuttora vincolato in impiego durevole. Il risparmiatore a cui mancasse la certezza di riottenere al momento opportuno la disponibilità delle somme impiegate nell'acquisto dei titoli, probabilmente esiterebbe nella scelta di questo tipo d'investimento. Il sapere, invece che in ogni momento può rivolgersi alla borsa per trovarvi acquirenti lo induce a superare la preoccupazione. D'altra parte, è un fatto che tranquillizza la società che va in cerca di finanziamento a lungo termine il poter contare sull'esistenza di soggetti che sono pronti a comperare i titoli che gli originari acquirenti in avvenire volessero vendere a causa di sopravvenute loro necessità.

b) Inoltre, la sensibilità con cui i corsi dei titoli registrano il movimento dei relativi investimenti facilita la ripartizione del risparmio disponibile fra gli impieghi più promettenti. Sono i titoli relativamente meglio quotati che attirano maggiormente il risparmio disponibile, avviandolo là dove il mercato registra più favorevoli investimenti.

c) Infine, si può aggiungere che, in mancanza della speculazione finanziaria, riuscirebbe assai difficile ad imprese nuove (o innovatrici) raccolta del capitale occorrente. Il pubblico dei risparmiatori è in generale diffidente riguardo ai titoli nuovi ed è generalmente la speculazione che li assorbe in un primo tempo, per poi collocarli gradualmente sul mercato.

§ 8. - La borsa e lo sviluppo economico

Sotto questo aspetto può dirsi che la borsa valori è il canale attraverso il quale il risparmio si investe nell'attività produttiva delle imprese ovvero viene messo a disposizione degli enti pubblici. Chi acquista, azioni od obbligazioni di imprese private o di imprese pubbliche affida il proprio risparmio a chi è disposto ad impiegarlo in produzione di beni o di servizi che verranno offerti nel mercato. Chi si rivolge ad obbligazioni emesse dallo Stato o da altri enti pubblici affida il risparmio a questi enti che lo destineranno a produzione o a consumo, sapendo di poter attingere ad altre fonti per la restituzione delle somme e per la corresponsione degli interessi. La borsa, in quanto strumento efficace di rapida trasmissione di titoli di investimento e pertanto fattore potente di raccolta e

d'impiego di capitali a lungo termine, ha contribuito notevolmente allo sviluppo delle economie progredite.

Naturalmente ogni valutazione in questo campo non deve isolare fatti e istituzioni singole. Occorre inquadrare la borsa nell'ampio quadro giuridico, economico e culturale che diede origine ed impulso alla società per azioni e offrì agli organismi bancari il modo di orientare e stimolare iniziative industriali fornendo non di rado anche capacità tecniche alle imprese. In quell'ambiente *società per azioni, organismi bancari e borsa* costituivano tre tipi di istituzioni reciprocamente influenzantisi, mutuamente rafforzantisi e congiuntamente promuoventi il mercato finanziario.

Le imprese costituite in società, per azioni avevano bisogno di capitali a lunga scadenza. I capitali potevano essere disponibili ma i loro detentori erano spesso timorosi di imbarcarsi in quel tipo di investimenti. Le aziende di credito operavano non di rado la necessaria sutura, acquistando titoli emessi dalle società. Ma in tanto potevano facilmente lanciarsi nella più o meno rischiosa attività in quanto la borsa, prometteva prima o dopo di assorbire quella parte di titoli che le esigenze di liquidità non avessero ad un certo momento consentito alle banche di conservare. Oppure poteva accadere che vi fossero capitali disponibili e non mancasse la necessaria iniziativa ma difettassero esperienza tecnica e organizzativa: gli istituti di credito anche in tal caso contribuivano a mettere in moto i programmi produttivi, sempre confidando nella collaborazione della borsa.

§ 9. - *effetti dannosi della speculazione di borsa.*

Se l'analisi precedente ci permette di respingere ogni condanna aprioristica della speculazione di borsa, bisogna andar cauti prima di pronunciare un giudizio definitivo sulla attività borsistica. A prescindere dalle manifestazioni patologiche — di cui si dirà più avanti — che gettano una preoccupante zona d'ombra sull'attività, speculativa, è d'uopo riconoscere che, anche nello svolgimento normale della sua funzione, la speculazione borsistica non è scevra di conseguenze dannose per l'economia sociale.

Le correnti più accreditate di studiosi sono oggi concordi nell'ammettere che, teoricamente, alla speculazione di borsa sia da ascrivere il compito principale di *attenuare le oscillazioni dei prezzi nel tempo*. Ma i tentativi di suffragare statisticamente l'affermazione non hanno avuto finora risultati convincenti. È vero che la mancata conferma induttiva non ha. valore decisivo, perché alla, tipica speculazione sopra descritta si intrecciano attività e manifestazioni patologiche, i cui effetti non possono essere individuati. Ma questa opportuna riserva da osservarsi nell'interpretare i risultati delle ricerche statistiche non è sufficiente a negare e neanche ad attenuare la gravità degli effetti disturbatori, che indubbiamente provoca la speculazione. Resta pur sempre che la previsione, che è a fondamento della speculazione, essendo

estremamente difficile, può condurre ad errori che alterano e turbano la vicenda economica.

Certamente è prima di tutto nell'interesse dello speculatore prevedere esattamente il futuro, perché i danni di ogni errore di previsione colpiscono lui stesso prima che l'economia sociale. È vero, pertanto, che lo speculatore non si indurrà mai a vendere allo scoperto quando l'offerta è scarsa, né a comprare se la domanda appare debole. Ma niente può impedire che lo speculatore cada in errore e provochi, con intensi acquisti allo scoperto, l'afflusso sul mercato di merce in quantità eccedente i bisogni onde il prezzo precipita ad un livello catastrofico per tutti i venditori; ovvero con enormi vendite allo scoperto in un momento inopportuno provochi l'effetto opposto, cui tiene dietro più tardi un eccessivo rialzo dei prezzi, che non è meno dannoso, per il mercato, del prezzo troppo basso.

Può osservarsi però in proposito che l'azione concomitante di molti speculatori opera quale rimedio all'erronea attività di alcuni; e cioè che gli errori gravi di taluni possono essere neutralizzati od almeno attenuati dagli errori meno gravi e dalle esatte previsioni di altri. Ma niente permette di escludere che gli errori si cumulino e l'effetto di primi atti errati resti aggravato (1). È stato sostenuto che tutto ciò deve solo far concludere che gli errori di previsione accentuano le oscillazioni di prezzo nei brevi periodi, mentre prima o dopo l'interesse stesso degli speculatori, obbligandoli a rettificare le posizioni, finisce per mitigare le oscillazioni stesse nei lunghi periodi. Ma il rilievo non è decisivo. Se ci si dovesse accontentare di ciò che accade nei lunghi periodi, si potrebbe anche rinunciare alla speculazione, perché nei lunghi periodi il mercato finisce pure per trovare da sé la via giusta. I lunghi periodi sono la somma di tanti brevi periodi e ciascuno di questi, allorché è accompagnato da forti perturbazioni di prezzo, è lungo abbastanza per lasciare indesiderabili tracce di disordine nel sistema economico.

Prima di vedere quali rimedi possano essere applicati per ovviare agli inconvenienti insiti nello stesso funzionamento normale della speculazione, è opportuno volgere lo sguardo a quelle che abbiamo denominate manifestazioni patologiche della speculazione borsistica.

§ 10. - Le manifestazioni patologiche della speculazione di borsa.

Operano in borsa prima di tutti gli speculatori di mestiere, i cosiddetti

1) Basta alle volte il solo diffondersi di una notizia incontrollata per provocare delle variazioni di quotazioni di enorme portata, suscettibili di avere conseguenze incalcolabili. Nell'estate del 1960 alla borsa di Basilea le azioni della società Geigy nello spazio di un'ora salirono da 17.000 a 25.000 franchi svizzeri (cioè di oltre un milione di lire). Si era sparsa la voce che la ditta avrebbe annunciato il lancio di un rimedio contro il cancro. Dopo la smentita i titoli discesero bruscamente a 19.000 franchi.

professionisti della previsione economica, per i quali valgono tutte le considerazioni sin qui svolte e soprattutto questa: che, intendendo essi esercitare stabilmente l'attività speculativa, procedono con cautela, si muovono con prudenza e — di regola — non si abbandonano deliberatamente a manovre pericolose per sé e per la collettività.

Oltre ad essi partecipano alla speculazione operatori occasionati, che, privi di adeguata conoscenza dell'andamento del corso dei titoli e del prezzo delle merci, considerano le contrattazioni di borsa, e la borsa stessa come strumenti accessibili a chiunque voglia «tentare la sorte». La speculazione di borsa è per costoro gioco di borsa.

In pratica è addirittura impossibile segnare la linea di demarcazione indicante dove finisca la categoria degli «speculatori di professione» e dove cominci quella degli speculatori occasionali». Ciò non toglie però che realmente esista questa categoria di speculatori, che nessuna legislazione sui requisiti per l'ammissione all'attività di borsa (agenti di cambio) o sulle garanzie generiche e specifiche (cauzioni, ecc.) imposte agli speculatori di borsa, è finora riuscita — e forse riuscirà mai — ad allontanare dagli affari di borsa.

Per gli speculatori occasionali, il cui campo preferito è la borsa valori, l'operazione a termine — alla quale generalmente ricorrono si riduce ad una specie di scommessa. Pur essendo formalmente stipulata come tutti i normali contratti a termine, gli speculatori, già al momento della stipulazione, non intendono ricevere e, rispettivamente, consegnare i titoli, ma semplicemente liquidare la differenza fra il corso del giorno della stipulazione e quello della liquidazione. Sostanzialmente, adunque, nell'intenzione dei contraenti il contratto è concluso in vista del pagamento della differenza; ed essendo aleatorio l'ammontare di essa, come anche la determinazione del contraente che dovrà sborsarla, l'operazione acquista i caratteri della scommessa.

Molta confusione hanno generato su questo punto le dispute provocate da coloro che hanno creduto di qualificare le operazioni compiute dagli speculatori occasionali o giocatori di borsa come «contratti differenziali» o come «contratti aleatori». Essi hanno erroneamente spostata la questione dal terreno sostanziale a quello formale ed hanno finito per perdere di vista il problema essenziale. Un giocatore di borsa — si è detto — vende a termine titoli senza possederli e un altro li compera senza avere la somma occorrente per pagarli. Alla scadenza, poi, essi procedono come se colui che aveva venduto ricomperasse ora e colui che aveva comperato rivendesse ora i titoli al prezzo attuale; sicché, compensate le somme fino al conguaglio, viene semplicemente liquidata la differenza risultante a vantaggio del contraente più fortunato. Dunque — si è concluso — siamo in presenza di contratto differenziale. Ma la illazione non è giustificata.

Il contratto sorse in origine come tutte le operazioni di borsa a termine e solo successivamente venne liquidato per differenza, come accade di molte delle normali contrattazioni di borsa; non vi è ragione, perciò, di ritenerlo contratto differenziale. Ciò che importa, però, è che fin dall'inizio i contraenti sostanzialmente non intendevano affatto di comperare o di vendere i titoli.

Né formalmente siamo di fronte a un contratto aleatorio, perché in origine furono esplicitamente fissati gli obblighi reciprocamente assunti dai contraenti di consegnare l'uno, di pagare l'altro i titoli al prezzo stabilito. In realtà però, non commerciando essi abitualmente i titoli e non intendendo riceverli e rispettivamente consegnarli, bisogna dire che il loro contratto mirava esclusivamente alla differenza del costo. Essendo questa aleatoria, il contratto si avvicina sostanzialmente alla scommessa.

È questo aspetto sostanziale e non già quello formale che decide del carattere del cosiddetto «gioco di borsa» e fornisce la chiave per la valutazione etica, economica e sociale — che è poi tutt'uno in un sistema ispirato al principio etico di giustizia sociale —; valutazione che è nettamente negativa. Mentre la speculazione di professione, basandosi sulla previsione, cerca di trar partito da mutamenti di prezzi che si sarebbero verificati anche in sua assenza, e rende un servizio utile perché li attenua, il «gioco di borsa», essendo staccato dalle vicende del mercato, cerca di *trar profitto dalla perdita d'altri per variazioni di prezzi che esso stesso in gran parte provoca*. Perciò, lungi dal prestare una funzione utile al sistema economico, lo danneggia, intensificando e inasprendo le fluttuazioni dei prezzi.

Contro i «giocatori di borsa» si può ben far valere l'accusa di andare alla ricerca di «guadagni non meritati» e di essere pregiudizievoli all'economia sociale. Se per la speculazione in generale non può accogliersi l'affermazione che «ogni speculatore tende a diventare un aggiotatore» nel senso che chiunque opera basando i suoi calcoli su un evento futuro tende a creare quell'evento, deve riconoscersi che ciò può applicarsi senz'altro al gioco di borsa.

Le manovre illecite (diffusione di notizie false, propagazione di voci allarmistiche, ecc. ecc.) cui non di rado ricorrono i giocatori di borsa per influire secondo il proprio tornaconto sul corso dei titoli, e che, sebbene non sempre individuabili, sono punite dalle leggi penali in tutti i paesi sono svariatissime (ad esse fanno riscontro manovre analoghe che si compiono nella borsa, merci, come i *corners*). Oltre al danno che arrecano in generale al mercato dei titoli per le provocate brusche variazioni che disorientano i risparmiatori ed ostacolano l'afflusso di capitale alle imprese, vi è da considerare quello che infliggono in particolare a imprese produttrici o commerciali. Ingenti vendite allo scoperto, fatte esclusivamente per provocare il ribasso del corso dei titoli, rendono più oneroso il credito alle imprese cui quei titoli si riferiscono allorché riescono a determinarne il deprezzamento.

Generalmente le manovre dei ribassisti sono giudicate con maggior severità di quelle dei rialzisti, probabilmente in considerazione del fatto che il rialzo del corso dei titoli stimola gli investimenti. Ma dal punto di vista etico, economico e sociale non vi è motivo di essere più longanimi verso le manovre rialziste. Esse possono provocare un entusiasmo eccessivo ed alimentare una artificiosa soprastruttura, che presto o tardi crolla precipitosamente, travolgendo nella rovina i responsabili e generando una ondata di panico, capace di scuotere sensibilmente la fiducia negli investimenti produttivi.

Fuorché in tali eventi eccezionali, non sarebbe esatto però sostenere che le perdite subite dagli speculatori occasionali rappresentino un danno per la ricchezza sociale. Di fronte alla perdita dello speculatore incauto o maldestro vi è sempre il guadagno di altri. È esatto tuttavia che le grandi fortune rapidamente accumulate dai giocatori di borsa possono indurre ad abitudini spenderecce, che riducono il risparmio nazionale e rallentano la formazione di capitale.

§ 11. - *Il credito e la speculazione.*

È stato anche sostenuto che la borsa valori, specialmente in fasi di effervescenza alimentate da intensa partecipazione di speculatori di occasione, assorba e trattenga capitali, che pertanto non troverebbero la via per passare all'industria e ai traffici. Del conseguente rallentamento degli investimenti produttivi vengono tenute responsabili anche le banche, in quanto concedono crediti alla speculazione. La disputa fu particolarmente vivace circa trenta anni or sono, allorché negli Stati Uniti si invocò dal Sistema della Riserva Federale l'aumento del saggio di sconto allo scopo di frenare lo slancio che andava prendendo l'attività borsistica (1928). Successivamente si è venuta sempre più affievolendo ed ormai può considerarsi sopita.

La dottrina è concorde nel riconoscere che, pur determinando il gonfiamento dei valori un intenso afflusso di capitale alla borsa, non per questo vien sottratto del capitale alla produzione. Contemporaneamente all'assorbimento, infatti, *la borsa rilascia capitale in eguale misura di quello assorbito*; in essa si acquistano infatti i titoli da precedenti proprietari, i quali possono impiegare in qualsiasi investimento i capitali divenuti liberi.

§ 12. - *Il controllo e la disciplina della speculazione di borsa.*

Dopo quanto si è detto appare evidente il compito statale di controllo e di disciplina della speculazione di borsa. Esso presenta un duplice aspetto: a) da una parte si tratta di colpire inesorabilmente le manovre illecite e di vigilare per garantire l'obiettività e l'esattezza di informazioni, in modo da ridurre al minimo l'opera e gli effetti del «giuoco di borsa». In tutti i paesi ormai la legislazione ha apprestato un complesso di norme a questo scopo. Ma gli studi accurati della tecnica borsistica possono fornire ulteriori elementi al legislatore per una repressione più completa e più efficace; b) dall'altra, si tratta di disciplinare la stessa speculazione, mediante il saggio orientamento dell'intera politica economica.

È certo che lo sviluppo della speculazione di borsa si è accompagnato all'espansione del regime economico individualistico, caratterizzato dalla sconfinata libertà di scelta dell'attività economica e dall'azione automatica delle forze economiche. Essendo finora affidata alla concorrenza la funzione regolatrice dell'economia, le oscillazioni dei prezzi erano elemento indispensabile al funzionamento del sistema, sicché la speculazione trovava in

esso il terreno favorevole. Con l'instaurazione dei sistemi di economia regolata, della limitazione e disciplina della privata iniziativa, della costituzione di enti collettivi, che accentrano funzioni precedentemente svolte da imprese private, le condizioni che un tempo fecero prosperare la speculazione commerciale sono venute attenuandosi.

Non solo in Italia, dove per le esigenze dell'economia di guerra si era giunti alla soppressione delle operazioni a termine per tutte le merci, ma anche in altri paesi i mercati a termine non funzionano oggi con l'ampiezza e l'intensità di prima. La ragione principale di questa limitazione è la persistenza delle disposizioni di controllo valutario, che restringono all'ambito nazionale il funzionamento dei mercati «a termine». Per operare sui mercati «a termine» internazionali occorre infatti poter disporre in ogni momento delle divise corrispondenti al volume delle merci acquistate, alle differenze di prezzo e ai depositi di garanzia da versare all'apertura di ogni operazione (1). Con questa limitazione hanno ripreso la loro attività le borse merci anche in Italia, sia che si attengano ai mercati effettivi, sia che si estendano anche ai mercati «a termine» (2).

Esaminando le tendenze più recenti, sembra potersi affermare che la disciplina statale della speculazione di borsa, sia di quella commerciale, sia di quella finanziaria, sembra doversi svolgere in avvenire soprattutto secondo due direttive principali:

- a) entro i limiti in cui alle forme nuove di economia regolata riuscirà di imprimere una maggiore stabilità al sistema economico e di ridurre pertanto in limiti più ristretti le oscillazioni dei prezzi, si verrà al tempo stesso a restringere il raggio di azione nonché la funzione stessa, della speculazione di borsa;
- b) là dove la funzione livellatrice ed assicuratrice della speculazione apparirà ineliminabile essa potrà essere in gran parte assunta stabilmente da organi speciali, sull'esempio di quanto già si compie, per alcuni settori agricoli, sotto lo stimolo di necessità contingenti (ammassi, ecc.).

Dalle nozioni svolte nel presente capitolo intorno alla speculazione di borsa si ricava ciò che è necessario per orientarsi anche di fronte alla proposta della totale soppressione della borsa, proposta che affiora di tanto in tanto nelle discussioni sulle riforme economiche. Alla eliminazione della borsa si può arrivare se si soddisfa ad una di queste due condizioni: che si sopprimano gli inconvenienti a cui attualmente mira ad ovviare la borsa, ovvero che la funzione della borsa, che è, come si è detto più volte, funzione stabilizzatrice dei prezzi e

1) Della speculazione sulle divise estere si tratterà più avanti a proposito dell'alternativa fra cambi fissi e cambi flessibili (Cap. XX, S 6).

2) La borsa merci di Milano, che dopo la guerra ha ripreso la sua attività e opera anche sui mercati «a termine», ha cominciato con solo due sezioni: Sezione cereali, semi ed oli e Sezione seta.

della produzione e, pertanto, funzione benefica per l'economia, venga svolta da altri organi, che diano maggiore garanzia di rispetto del bene comune.

PARTE QUARTA

I SISTEMI MONETARI ATTUALI

CAPITOLO XV.

IL CONTROLLO DEI CAMBI

§ 1 - Le prime applicazioni del controllo cambi durante la guerra del 1914-18

In questa trattazione, che dai dati della politica e della legislazione monetaria vuol ricavare principî teorici, non è il caso di addentrarsi nell'analisi e nella valutazione degli eventi che condussero al crollo del regime aureo. Queste appartengono invece alla trattazione della politica economica. Basterà rilevare qui che, venute meno le condizioni del funzionamento di esso, era inevitabile che i varî paesi, l'uno dopo l'altro, lo abbandonassero. Si trattava però di trovare ed attuare uno strumento che permettesse di governare consapevolmente la bilancia dei pagamenti, da sostituire all'automatico pareggio operato dai movimenti di oro. tale strumento è il controllo dei cambi.

Il controllo dei cambi non è un'invenzione recente. Largo impiego ne fu fatto durante la guerra del 1914-18 dall'Italia e da altri paesi belligeranti. La progressiva svalutazione della moneta, cagionata dall'accrescimento della circolazione per fronteggiare le spese di guerra, mentre da una parte riduceva, il potere di acquisto della moneta all'interno, abbassava pure il valore di essa, rispetto all'oro e alle valute estere. I cambi esteri nei paesi che affrontavano l'inevitabile processo inflazionistico si elevavano sempre più, perché la domanda di divise estere diventava sempre più ampia rispetto all'offerta di esse. Per impedire le ripercussioni psicologiche ed economiche di un progressivo deterioramento dei cambi si pensò di contrastare artificialmente la tendenza con l'intervento nel mercato dei cambi da parte della Banca centrale o di un Istituto fondato a questo scopo.

Non appena i cambi esteri accennavano ad elevarsi al di là, di un certo livello la Banca o l'Istituto vendevano divise estere, in maniera che, riducendosi lo squilibrio fra domanda ed offerta, la tendenza al peggioramento dei cambi restava in tutto o in parte neutralizzata (1). Il procedimento adottato in tale forma elementare di controllo dei cambi è, come è facile pensare, assai costoso. Per i paesi forniti di notevoli scorte di divise o di altri crediti verso l'estero, implica fatalmente la rinuncia ad essi (come accadde all'Inghilterra che fu obbligata ad alienare molti titoli esteri); per gli altri poi implica l'indebitamento verso l'estero (come accadde all'Italia) (2). Per questo motivo il procedimento in

1) Si veda qui l'analogia col meccanismo delle «operazioni sul mercato aperto» di cui si è sopra parlato. (

2) In Italia fu creato nel dicembre 1917 l'Istituto Nazionale dei Cambi, col compito di esercitare il controllo del mercato dei cambi nel modo spiegato per mezzo delle Banche di Emissione (Banca d'Italia, Banco di Napoli, Banco di Sicilia) e degli altri principali istituti di

parola non è duraturo; prima o dopo esaurisce la propria funzione. Il limite viene raggiunto una volta consumata la scorta di divise disponibili ovvero toccato il livello massimo di indebitamento a cui si ritiene di giungere a tale scopo, a seguito della uscita di capitali e del disavanzo per i pagamenti correnti. Non potendosi porre fine alla causa del disquilibrio, è giocoforza ricorrere al razionamento delle divise. Occorre cioè attuare forme più efficaci di controllo dei cambi; a meno che non si vogliano adottare quelle misure interne capaci di influenzare redditi, prezzi, importazioni ed esportazioni, che rovescerebbero la situazione. Ma ciò è incompatibile con le esigenze dell'economia di guerra, alla quale facciamo qui riferimento.

Di portata ben più ampia delle misure adatte per fronteggiare, e solo per un certo periodo, situazioni di emergenza, è il controllo dei cambi nelle forme in cui è attualmente praticato, che sono appunto le forme più efficaci.

L'indole teorica della presente trattazione non consente di penetrare nei dettagli amministrativi del controllo dei cambi (1). È nostro compito invece di tentare di ricavare dalle molteplici e complesse applicazioni di esso alcuni principî teorici, capaci di fornire la base per la sistemazione scientifica della materia.

Invero non è esclusa la possibilità di pervenire alla definizione teorica ed alla classificazione delle forme di controllo dei cambi prescindendo completamente dalle concrete attuazioni di esso, e prendendo invece le mosse esclusivamente dai noti principî in materia di politica monetaria mirante all'aggiustamento della bilancia dei pagamenti e alla difesa della riserva metallica. Procedendo per questa via, si tratta di vedere in che modo

credito. Il controllo dei cambi cessò con la fine della guerra ma l'Istituto fu mantenuto in vita perché vigilasse su alcune operazioni sui cambi. Successivamente ne furono rafforzate le funzioni allo scopo di combattere gli attacchi speculativi contro la lira (epoca immediatamente precedente alla stabilizzazione della lira, avvenuta nel dicembre 1927). Nel giugno 1926 il commercio delle divise fu riservato alle banche con almeno cento milioni di capitale e fu stabilito che tutte le operazioni di cambio dovessero avere fondamento nei bisogni commerciali o turistici, a giudizio delle banche autorizzate, sempre sotto la vigilanza dell'Istituto dei cambi. Anche dopo la stabilizzazione della lira restò in vigore tale legislazione, che fu abolita solo nel marzo 1930, allorché fu ripristinata la libertà di commercio divise. A questi precedenti si riallaccia l'attuale controllo dei cambi esistente in Italia, istituito nel maggio 1934, allorché fu stabilito che nessuna operazione di cambi o di divise potesse essere eseguita se non corrispondesse alle reali necessità dell'industria e del commercio ed ai bisogni di coloro che viaggiano all'estero. Nel dicembre dello stesso anno veniva attribuito all'Istituto Nazionale per gli scambi con l'estero il monopolio delle operazioni di cambi. Successivamente l'Istituto viene inserito in una organizzazione amministrativa più ampia.

1) Per tali elementi di fatto si veda: *Rapport sur le contrôle des changes*, Société des Nations, Section Economique et Financière, Genève, 1988. Altre pubblicazioni utili consultarsi sono quelle della Banca dei Regolamenti Internazionali.

il controllo dei cambi possa funzionare da strumento sostitutivo della manovra dello sconto.

§ 2. - Il controllo dei cambi come strumento sostitutivo della manovra dello sconto: controllo parziale e controllo totale.

Il controllo dei cambi, concepito come strumento transitorio diretto ad evitare l'inasprimento dei cambi e l'uscita della riserva metallica senza che si ricorra all'innalzamento del saggio di sconto, si distingue in parziale o totale.

Si parla di controllo parziale se ci si limita ad agire sui fattori immediati da cui dipende il cambio, e cioè domanda ed offerta di divise estere. Si ha invece controllo totale quando la disciplina è estesa anche ai fattori determinanti le singole partite della bilancia dei pagamenti. (In questa distinzione è facile vedere il riflesso di quella fra effetti immediati ed effetti indiretti della manovra di sconto, che furono sopra prospettati).

Il controllo parziale può a sua volta essere praticato:

- a) controllando la sola offerta di divise estere, lasciando libera la domanda;
- b) controllando la sola domanda;
- c) controllando simultaneamente domanda ed offerta.

Nel primo caso, essendosi stabilito il livello al di là del quale non si vuole che salgano i cambi esteri (o, ciò che è lo stesso, il livello al di sotto del quale non si vuole che il prezzo della valuta nazionale in termini di valute estere), la Banca centrale o l'Istituto a ciò delegato interviene sul mercato dei cambi per vendere divise estere appena i cambi esteri si elevino al di là, di quel livello (1).

È concepibile naturalmente che si miri ad evitare invece che i cambi esteri scendano al di sotto di un dato livello — cioè che il prezzo della valuta nazionale in termini di valute estere si elevi eccessivamente, il che danneggerebbe l'esportazione nazionale —; allora si tratta di agire comprando divise estere appena i cambi esteri si abbassino al disotto di un livello determinato, ritenuto conveniente).

Nel secondo caso si restringe coattivamente la domanda di divise estere, sottoponendo a rigorosa selezione le richieste di divise estere, e soddisfacendo solo quelle connesse a contrattazioni commerciali ritenute urgenti.

Nel terzo caso, volendo efficacemente agire per impedire il deterioramento dei cambi, si opera al tempo stesso vendendo divise estere e restringendo la domanda.

In tutti i tre casi considerati si agisce sui sintomi del disturbo (squilibrio fra domanda ed offerta di divise estere) e non sulle cause del disturbo stesso (squilibrio della bilancia dei pagamenti). Sia che si attenui lo squilibrio fra domanda ed offerta di divise accrescendo artificialmente l'offerta o restringendo

1) Di questo tipo è il controllo dei cambi che fu esercitato durante la guerra del 1914-18.

coattivamente la domanda, sia che si compiano cumulativamente le due zioni, si riesce sì ad arrestare il deterioramento dei cambi e la fuga dei capitali, ma non si perviene ad equilibrare prezzi interni e prezzi esteri; di conseguenza non si giunge a rovesciare la tendenza della bilancia dei pagamenti alla passività. Pertanto il controllo parziale è consigliabile solo per fronteggiare situazioni eccezionali e transitorie in cui la sfiducia dei cittadini nella moneta nazionale abbia reso inoperoso il rialzo del saggio di sconto.

Comunque, il primo espediente (controllo della sola offerta), essendo enormemente costoso, e non essendo sufficientemente drastico (la domanda di divise estere resta in esso libera), offre prospettive di successo di gran lunga inferiori in quelli degli altri due.

Ad influire sulle cause del disturbo, e propriamente sullo squilibrio della bilancia dei pagamenti mira invece il controllo totale. Oltre ad intervenire sul mercato dei cambi, esso opera sulle singole partite della bilancia dei pagamenti. (Di questo tipo, che tende a perdere il carattere di transitorietà in 'quanto incide fortemente sull'intero sistema economico, è il controllo dei cambî che venne adottato durante l'ultima guerra e che è attualmente praticato in molti paesi). Con esso si agisce sulle partite passive, cercando di ridurle, e su quelle attive, cercando di potenziarle.

Così si restringono le *importazioni di merci*, sia con inasprimenti doganali sia, e specialmente, con divieti o con contingentamenti, automaticamente stabiliti (sistema della bolletta), ovvero fissati con criteri elastici e variabili (sistema della licenza). Si riducono le spese del turismo ed in genere dei cittadini nazionali che viaggiano all'estero, limitando la concessione di divise estere. Si proibisce l'esportazione di capitali all'estero sotto qualunque forma, ecc.

D'oltra parte si cerca di potenziare le partite attive della bilancia dei pagamenti, in primo luogo promuovendo l'esportazione di merci, coi premi alla esportazione, con facilitazioni nelle tariffe dei trasporti, ed eventualmente discriminando fra le varie categorie di merci esportate, mediante concessione di divise estere a prezzi differenti. Allo scopo di accrescere le esportazioni può essere svolta un'azione di propaganda e di coordinamento delle esportazioni perché più facilmente la merce nazionale si diffonda sui mercati esteri. In Italia ha servito a questa funzione l'Istituto Nazionale per il commercio estero, operante nell'ambito del Ministero per gli Scambi e le Valute, Istituto risultante dalla trasformazione dell'Ente nazionale delle esportazioni, avente originariamente il compito più modesto di fornire soprattutto informazioni sui mercati agli esportatori. Inoltre, si tende ad incrementare il turismo estero, facendo anche qui ricorso alla discriminazione dei cambi.

Per completare il quadro delle misure che accompagnano le forme attuali di controllo dei cambî occorre far menzione altresì di numerosi espedienti, come compensazioni, nella forma di Clearings, di scambi compensati, di compensazioni private, e come accordi di pagamento, conti bloccati, ecc., con cui si tendono ad evitare i pagamenti in divisa degli scambi di merci oppure ad equilibrare la bilancia commerciale e, talora, anche quella dei pagamenti.

La esposta sistemazione scientifica della materia del controllo dei cambi, che è seguita da molti autori (1), è senza dubbio non priva di significato. Essa si rivela opportuna soprattutto per contrapporre un sistema di disciplina della bilancia dei pagamenti al tradizionale sistema della manovra del saggio di sconto.

Nell'ambito della presente trattazione, che vuole invece delineare la rottura del meccanismo aureo come strumento equilibratore delle bilance dei pagamenti dei vari paesi ad esso aderenti, si palesa preferibile una differente sistemazione, che tenga in maggior conto la evoluzione del controllo dei cambi in rapporto da una parte col crollo del sistema aureo, e dall'altra con la evoluzione stessa della politica commerciale.

§ 3. - Il controllo dei cambi come strumento regolatore del valore esterno della moneta.

Inteso nella sua più generale accezione il controllo dei cambi consiste nel complesso di misure dirette stabilizzare il mercato dei cambi o quanto meno ad influenzare il corso dei cambi in modo che esso risulti diverso da quello rispondente alle condizioni del mercato.

Le maniere di attuarlo sono differenti e possono essere classificate a seconda del loro progressivo allontanarsi dal sistema del libero commercio di divise, caratteristico del regime aureo.

Una prima forma mira esclusivamente ad eliminare l'attività della speculazione e le rapide e violente fluttuazioni dei cambi che ne derivano. Non si propone perciò né di prevenire i movimenti genuini di capitali né di mantenere i cambi ad un livello differente da quello di equilibrio. Fondamentalmente resta assicurato il meccanismo dell'equilibrio delle bilance dei pagamenti mediante il libero commercio delle divise. Non si richiede pertanto il monopolio delle divise da parte di un organo centrale. Può trattarsi di misura transitoria o permanente.

A tale tipo di controllo appartengono le misure adottate in Inghilterra nel 1931 e negli Stati Uniti nel 1933, per prevenire manovre speculative a danno della moneta rispettiva, dopo l'abbandono della parità aurea, misure che si sono successivamente concretate nella istituzione di *Fondi di stabilizzazione dei cambi* sorti poi anche altrove. (In Inghilterra nel 1932, negli Stati Uniti nel 1934, e poi in Francia, in Svizzera, in Olanda, in Canada, in Lettonia, ecc.). Per lo scarso grado di deviazione dalla di commercio delle divise, i Fondi di stabilizzazione, che si limitano ad esercitare una influenza sensibile sul valore esterno della moneta e in particolare a combattere movimenti speculativi di capitale di breve durata, vanno tenuti distinti dal controllo dei cambi vero e

1) Si veda per tutti: FANNO, Economia e legislazione bancaria; op. cit. p. 92 e segg.

proprio. Tuttavia essi formeranno oggetto di analisi particolare più avanti, quando si dimostrerà che le interferenze dell'azione dei Fondi nella politica monetaria e creditizia del paese sono inevitabili.

È caratteristico del *controllo dei cambi vero e proprio* (controllo dei cambi in senso stretto) (1) lo scopo di proteggere il valore della moneta nazionale in termini di monete estere da ogni caduta dovuta a fuga di capitali e di mantenere pertanto il cambio ad un livello diverso di quello che si stabilirebbe ove permanesse il libero gioco della domanda e della offerta di divise estere. Se a tale livello la domanda di divise estere supera l'offerta, è necessario restringere la domanda e tentare di accrescere l'offerta. Può richiedersi pertanto non solo una più o meno severa proibizione dei trasferimenti di capitale, ad eccezione di quelli preventivamente autorizzati dall'organo competente, ma anche misure relative alla domanda di divise estere e, di conseguenza, il più o meno completo monopolio dei cambi.

Si può tuttavia prospettare una graduazione delle varie forme, in base al criterio su indicato.

§ 4 - Vari tipi di controllo dei cambi. Il controllo mirante esclusivamente ad impedire la fuga dei capitali.

Allorché in un paese si diffonde la sfiducia nella moneta e non si dispone di oro e divise in quantità tali da fronteggiarla, non vi è altro modo d'arrestare la fuga dei capitali all'estero che l'introduzione controllo dei cambi.

L'innalzamento del saggio di sconto si manifesta del tutto inefficace in tali circostanze. Anzi, se viene interpretato come sintomo di debolezza della moneta, può scuotere ulteriormente la fiducia e dar luogo al risultato opposto. Non è l'attrattiva del livello di remunerazione del capitale ma il timore di perdere il capitale che diviene allora il motivo dominante.

Si può invero applicare la moratoria ovvero concludere degli accordi di proroga per arrestare o disciplinare i ritiri di capitali stranieri; ma, con ciò non si impedisce che si verifichino ampie esportazioni di capitali nazionali, provocate dagli stessi motivi che spingono i capitali stranieri ad abbandonare il paese. D'altra parte, se si può tentare di far rimpatriare i capitali nazionali vagabondi rendendo obbligatoria per quanti risiedono nel paese la dichiarazione dei fondi posseduti all'estero, in nessun modo si riesce a far tornare o a far entrare capitali stranieri in un paese da cui poi non potranno uscire. Difficilmente l'assicurazione sta tale che capitali stranieri entrati per nuovi investimenti godranno di libertà di trasferimento raggiunge lo scopo, dato che a tale misura si ricorre quando la fiducia nella moneta è ormai già, scossa.

1) ELLIS, *Exchange Control in Austria and Hungary*, in «Quarterly Journal of Economics», November 1939, p. 2 e segg. Per altre classificazioni si veda: TRAUE, *Le contrôle des changes*, Paris, 1989.

Per tutte queste considerazioni si preferisce ricorrere direttamente al controllo dei cambi per combattere la fuga dei capitali.

Per impedire l'impiego di divise a scopo di trasferimento di capitali l'organo competente controlla la concessione delle divise nonché l'utilizzazione di esse onde accertare che le domande di divise non implicino trasferimento di capitali. Le divise possedute dai privati od ottenute in cambio di esportazioni devono essere cedute alla Banca centrale (o ad altro istituto), che può caso per caso permettere che taluni le trattengano in tutto o in parte e le utilizzino per l'importazione di merci. Misure analoghe sono adottate per impedire il trasferimento di capitali con invio di biglietti di banca o di metalli preziosi o col lasciare all'estero i crediti che i privati vantano per esportazioni eseguite e per impedire che depositi bancari di stranieri siano impiegati per soddisfare debiti per i quali sarebbero entrate divise estere.

Il ricorso a varie forme di compensazione (clearing; compensazioni private, ecc.), che automaticamente eliminano la possibilità che siano lasciati all'estero crediti derivanti da esportazioni, si rivela già in questo primo tipo di controllo dei cambi particolarmente vantaggioso.

Quando il divieto di trasferimento dei capitali si applicò non solo ai cittadini del paese ma anche agli stranieri (conti bloccati), si verifica una conseguenza meritevole di menzione. I crediti rappresentati dai «conti bloccati» vengono quotati all'estero, precisamente a cagione della loro ridotta trasferibilità ad un livello inferiore alla quotazione interna, e la differenza fra le due quotazioni rappresenta un guadagno del debitore a carico del creditore. Poiché il debitore però di regola non può impiegare quei conti in modo da realizzare la differenza di quotazione può accadere che l'organo investito del controllo dei cambi se ne valga come fonte di sussidio alle esportazioni.

In conclusione, questo primo tipo di controllo dei cambi si limita ad impedire i trasferimenti di capitali per scopi non commerciali, da parte dei cittadini del paese o anche degli stranieri, ma non investe direttamente, ad eccezione di quanto indirettamente si produce coi «conti bloccati» il livello dei cambi.

Di questo tipo fu il controllo dei cambi praticato in Austria dal 1923 al 1985 dove, essendosi a poco a poco ristabilita la fiducia nella moneta, il controllo venne progressivamente attenuato in relazione al commercio con l'estero, per essere praticato esclusivamente per le operazioni relative ai movimenti di capitali.

In genere l'arresto della fuga dei capitali fu lo scopo iniziale del ricorso al controllo dei cambi dopo il 1931 nella maggior parte dei paesi europei. Infatti, la diminuzione di riserve di oro e di divise, che portò al controllo dei cambi in questi paesi nel 1931 (Danimarca, Germania, Cecoslovacchia, Estonia, ecc.) fu ben più considerevole del deficit della bilancia dei pagamenti e fu dovuto appunto alla fuga dei capitali. Non di rado però questo tipo di controllo accresce la sfiducia e provoca l'inasprimento delle misure limitatrici.

§ 5. - Il controllo tendente a mantenere un dato livello dei cambi

L'innervato è più intenso allorché viene stabilito un livello dei cambi che le autorità monetarie ritengono di dover difendere perché la pubblica opinione non resti sfavorevolmente impressionata dal deterioramento dei cambi.

In tali casi può facilmente accadere che il livello reale dei cambi (livello di mercato) discenda al disotto di quello ufficialmente stabilito, perché, ad esempio, dagli organi del controllo, per interessi o per ammortamenti, o dai privati, che evadano i divieti, siano trasferite somme superiori a quelle che permetterebbe la situazione dei crediti verso l'estero. In tal caso la divergenza fra livello reale e livello ufficiale dei cambi non è il riflesso di una divergenza fra la struttura dei prezzi interni e quelli esteri e di conseguenza non accade che il livello artificialmente elevato dei cambi scoraggi le esportazioni ed incoraggi le importazioni. Pertanto, poiché domanda ed offerta di divise a scopi commerciali tendono all'equilibrio, la condotta degli organi di controllo non implica necessariamente la selezione delle domande di divise, onde siano soddisfatte solo quelle per scopi commerciali. Il cambio ufficiale può essere mantenuto frenando semplicemente l'uscita dei capitali.

Il secondo tipo adunque, oltre ad impedire la fuga dei capitali, stabilisce un livello ufficiale dei cambi, e si sforza di mantenerlo stabile.

Poiché la deviazione del cambio reale da quello ufficiale non è dovuta ad un sostanziale squilibrio fra la struttura dei prezzi interni e quelli esteri, basta arginare l'uscita dei capitali. Il controllo dei cambi attuato in Polonia fino al 1936 appartiene a questo tipo.

§ 6 - Il controllo mirante al sopravvalutare la moneta nazionale.

Se la divergenza del cambio reale da quello ufficiale è il riflesso dello squilibrio fra prezzi interni e prezzi esteri (perché, ad esempio, nel paese con cambi controllati vi sia stata inflazione, vero perché mutamenti nella domanda o nei costi abbiano alterato i termini del commercio estero a danno del paese considerato) risulta un sostanziale squilibrio fra domanda ed offerta di divise estere a danno di quest'ultima.

In tal caso sarebbe necessario l'aggiustamento del cambio; se si vuol mantenere questo al precedente livello è giocoforza procedere al razionamento delle divise e pervenire, per questa via alla riduzione delle importazioni. È possibile, infatti, mantenere una moneta sopravvalutata a patto di ridurre le importazioni in corrispondenza dell'indebolimento delle esportazioni.

(I paesi del «blocco oro di cui si è parlato al Cap. V, 1, raggiunsero lo stesso risultato col contingentamento delle importazioni e cioè senza ricorrere al controllo dei cambi).

Basta tuttavia una restrizione puramente quantitativa della domanda di divise estere, per giovare allo scopo. Tale fu infatti il primo passo compiuto generalmente dai paesi che, avendo introdotto il controllo dei cambi dopo il

1981 per arrestare la fuga dei capitali, lo conservarono ed estesero successivamente essendosi aggravate le difficoltà valutarie. A questo terzo tipo appartiene il controllo dei cambi attuato in Germania fino al 1934; le divise erano attribuite agli importatori sulla base dei loro acquisti nei dodici mesi precedenti all'istituzione del controllo.

Così pure in Italia, al monopolio dei cambi attribuito all'Istituto per gli scambi con l'estero nel dicembre 1934, tenne dietro il decreto del febbraio 1935, che stabiliva il contingentamento generale delle importazioni. Questo consisteva in una lista indicante, per ciascun numero della tariffa doganale, la percentuale del valore delle importazioni dell'anno 1934 che sarebbe stata ammessa nel 1935. La percentuale variava a seconda delle categorie di merci, fra il 15% e il 37% (1).

Siamo qui di fronte ad una stabilità dei cambi artificialmente mantenuta; il cambio è infatti *sopravalutato*.

Si può ricorrere a tale condotta puramente e semplicemente per evitare che il deprezzamento del cambio dia luogo ad inflazione all'interno. Tale effetto si teme che avvenga per il tramite dell'aumento dei prezzi all'importazione. Ma si trascura che l'aumento di questi prezzi è inevitabile anche nel caso che venga artificialmente mantenuto quel livello di cambio, in quanto le restrizioni valutarie provocano penuria di merci importate (2). L'aumento dei prezzi può essere evitato o contenuto solo se si applichi un rigoroso controllo dei prezzi di tali merci.

L'altro svantaggio che si vorrebbe evitare col resistere al deprezzamento del cambio è l'aggravarsi dell'onere dei debiti esteri, calcolati in moneta nazionale. Anche qui però si dovrebbe considerare che il pagamento di questi debiti richiede eccedenza nella bilancia dei pagamenti, la quale è invece fortemente compromessa dalla sopravvalutazione della moneta che fa da remora alle esportazioni.

Se in tal caso è difficile dare una giustificazione al controllo dei cambi in esame, non bisogna ritenere che esso sia sempre irrazionale. Intatti esso può essere dovuto al fatto che un paese sia venuto a trovarsi in posizione di

1) Questo criterio della scelta di un «precedente periodo rappresentativo» ha l'inconveniente di irrigidire il commercio con l'estero secondo uno schema del passato, che necessariamente risulta irrazionale ed antieconomico cagione dei continui mutamenti e spostamenti di consumo, di metodi produttivi, ecc. che si verificano nell'economia contemporanea. Il danno è tanto maggiore quanto più lontano nel tempo il periodo rappresentativo a cui si fa riferimento. Inoltre, ogni limitazione sull'uso di divise estere che non tenga conto di un criterio discriminatore, e cioè non preferisca alcune importazioni e non ne impedisca o scoraggi altre può dar luogo ad altri inconvenienti. Per questi motivi si ricorre al controllo qualitativo, di cui si parla più avanti.

1) Si consideri che la limitazione delle importazioni è resa necessaria per contrastare la tendenza verso l'accrescimento di importazioni, che consegue alla sopravvalutazione del cambio.

squilibrio a causa di improvvisa caduta della domanda estera dei propri beni e servizi, che provoca passività di bilancia dei pagamenti. evidente che esso voglio evitare di praticare la deflazione per comprimere prezzi e costi, dato che, in un mondo non più fedele alla politica del tallone aureo, non sarebbe neanche assecondato dagli altri paesi. E può essere anche conveniente di evitare il deprezzamento del cambio, sforzandosi di mantenere artificialmente la quotazione originaria, a causa delle sfavorevoli ripercussioni sulla fiducia nella moneta all'in terno, che la svalutazione potrebbe generare. Frattanto, all'ombra del controllo dei cambi si può raggiungere l'equilibrio fra partite attive e passive della bilancia dei pagamenti.

Il terzo tipo di controllo dei cambi esige adunque un grado di interferenza più intenso dei due precedenti perché, oltre ad impedire trasferimenti di capitali non connessi con scopi commerciali, ed oltre a stabilire un livello di cambi da difendere, si spinge fino comprimere la domanda delle divise, mediante il contingentamento delle importazioni. Tuttavia, anche in tal caso, il commercio estero si svolge ancora, fondamentalmente, secondo la convenienza del confronto fra i prezzi nei vari mercati.

§ 7. - Il controllo quale strumento permanente della politica economica

L'allontanamento del sistema del libero commercio delle divise raggiunge il suo punto culminante nel quarto tipo di controllo dei cambi, in cui questo diventa strumento permanente della politica economica e commerciale del paese, indirizzata consapevolmente ad una determinata meta.

In tal caso non si tratta di ridurre quantitativamente le importazioni perché resti ridotta la domanda di mezzi di pagamento all'estero e resti pure attenuato od eliminato lo squilibrio dei cambi. La manovra del cambio investe invece direttamente l'intero campo del commercio estero, che, essendo considerato funzione di interesse pubblico, viene e sistematicamente disciplinato in vista del conseguimento di determinati fini di politica economica. Ne deriva una più o meno profonda alterazione o deformazione delle preesistenti correnti di traffico internazionale.

Il contingentamento delle importazioni non procede esclusivamente in base ad un principio quantitativo, attuantesi attraverso un qualsiasi criterio meccanico od automatico, come nel tipo precedente, ma anche in armonia ad un principio qualitativo.

Nella concessione delle divise si attua una scala di precedenza e di preferenze, che corrisponde ad un piano di politica commerciale previamente ordinato. Si attribuiscono mezzi di pagamento internazionali seguendo criteri diversi, ad esempio:

- a) a seconda delle varie voci della bilancia dei pagamenti: importazione di merci, pagamento di debiti esteri, spese per i turisti all'estero, ecc.;

- b) a seconda delle varie categorie di merci da importare; così, per quanto riguarda acquisto di merci estere, si dà la preferenza alla importazione di beni necessari ai fini della politica economica, come materie prime, ecc;
- c) a seconda delle ditte importatrici;
- d) a seconda dei paesi di provenienza delle merci o di destinazione del turismo, ecc.

La discriminazione fra le categorie di merci da importare può essere attuata anche col sistema dei *cambi multipli o differenziali*. A raggiungere tali scopi sono efficace ausilio i clearings e gli accordi di pagamento. Mediante i clearings, cioè gli accordi nei quali le importazioni e le esportazioni si compensano direttamente senza l'intermediario di divise, gli scambi internazionali si avviano verso il bilateralismo. Quando un paese si impegna a raggiungere l'equilibrio sulla base bilaterale e non già multilaterale è ovvio che ne risentano gli scambi coi rimanenti paesi. Anche gli accordi di pagamento, conclusi fra un paese a valuta libera e un paese con controllo dei cambi, favoriscono il bilateralismo. Verso tale tipo si orientarono i sistemi di controllo dei cambi di molti paesi dopo il 1934: casi tipici sono quelli della Germania e dell'Italia.

Riprendendo l'esempio italiano, si può notare che, a pochi mesi di distanza dalla introduzione del contingentamento delle importazioni a base di percentuale di quelle del 1934 (sistema della bolletta), fu introdotto il sistema (giugno 1935) della importazione «su licenza» del Ministro delle Finanze per un gran numero di prodotti, sistema richiedente l'autorizzazione preventiva per l'importazione. Inoltre, in conformità al medesimo criterio di contingentamento qualitativo, fu introdotto il monopolio della importazione del carbone, del rame, dello stagno e del nichelio, attribuito all'amministrazione delle ferrovie, nonché il monopolio di importazione dell'oro grezzo, in lingotti, ecc., attribuito all'Istituto per gli scambi con l'estero per conto del Tesoro. La concessione delle licenze per l'importazione di altri prodotti (coloranti, ecc.) fu attribuita al Ministero delle Corporazioni. L'importazione in regime di bolletta venne conservata; ma è importante rilevare che la evoluzione successiva fu nel senso del passaggio di un numero crescente di merci dal sistema della bolletta a quello della licenza. Fra i quattro tipi di controllo dei cambi l'ultimo è quello che, oltre a sopprimere la libertà di commercio dei mezzi di pagamento internazionali, tende anche ad alterare le relazioni commerciali fra i vari paesi. Esso può essere utilizzato per migliorare la posizione commerciale di un paese a danno di altri e per praticare discriminazioni, vale a dire può servire a turbare il commercio internazionale come qualunque forma di monopolio statale del commercio estero.

In sé e per sé non è che uno strumento neutrale e potrebbe anche essere adoperato senza risultati dannosi per gli altri paesi se venisse adottato esclusivamente per far fronte a difficoltà, non superabili per altra via, ovvero superabili solo mediante la deflazione o la svalutazione della moneta, e cioè solo mediante procedimenti che, per le loro ripercussioni sul livello dell'occupazione e sui rapporti sociali, si ritiene dover evitare. Così, è innegabile che niente vi sarebbe da obiettare al controllo istituito per resistere ad un'ondata di

depressione proveniente dall'esterno che provocasse passività della bilancia dei pagamenti. È vero però che a tale scopo è sufficiente il controllo del terzo tipo.

Contro di esso si è osservato che riduce il volume del commercio estero. In realtà questo effetto si verifica, ma non a causa del controllo dei cambi bensì della sopravvalutazione della moneta. Altrettanto accade anche se la sopravvalutazione della moneta è mantenuta anziché col controllo dei cambi con contingentamento delle importazioni, ecc., come si verificò nei paesi del blocco oro. L'indagine deve essere perciò rivolta ad accertare se esistano motivi che giustifichino il mantenimento della moneta sopravvalutata.

I motivi di turbamento dei pagamenti internazionali, soprattutto a danno dei paesi con bilancia dei pagamenti a tendenza deficitaria, sono attualmente così numerosi che se non si farà ricorso ad un sistema di accordi internazionali sarà inevitabile il mantenimento del controllo dei cambi come strumento di difesa dei mezzi di pagamento internazionali.

8. - Raffronto fra i quattro tipi di controllo dei cambi.

Sinteticamente si possono riassumere così le nozioni essenziali relative alle varie forme di controllo dei cambi.

I primi due tipi rappresentano fenomeni essenzialmente monetari e non sono sollecitati da squilibri fra l'economia considerata e il mercato mondiale né tendono a provarli. Essi si rivolgono a fronteggiare perturbamenti transitori e non provocano ulteriori squilibri, almeno nella misura in cui siano adoperati esclusivamente e rigorosamente per conseguire gli scopi voluti e cioè combattere la fuga dei capitali ovvero conservare un dato livello dei cambi, che sia fondamentalmente compatibile col rapporto in cui prezzi e costi dell'economia considerata si trovano rispetto a prezzi e costi degli altri Paesi.

I due tipi rimanenti invece incidono sensibilmente sul funzionamento dell'intero sistema degli scambi con l'estero e, per quella via, sulla interna struttura di prezzi e costi e finanche sul volume e sull'indirizzo della produzione nonché sul meccanismo della distribuzione all'interno.

La sopravvalutazione della moneta tende quasi meccanicamente a trasformarsi in discriminazione delle importazioni e cioè a divenire da strumento regolatore del valore esterno della moneta, leva di disciplina dell'intera economia.

A questo obiettivo di ampia portata mira dichiaratamente il quarto ed ultimo tipo. Esso presuppone o accompagna o introduce una direttiva di politica economica deliberatamente rivolta ad imprimere alla vita economica una determinata impronta. Talvolta risponde alla esigenza di favorire un equilibrio sociale che sarebbe compromesso dall'equilibrio economico risultante dalle sole forze del mercato. In ogni caso deve avere carattere transitorio; altrimenti avvia fatalmente l'economia alla collettivizzazione.

§ 9. - I punti deboli del controllo dei cambi e una proposta per eliminarli.

Il difetto principale del controllo dei cambi, specialmente quando incide sulla composizione e sul volume del commercio estero, sta nella inevitabile discriminazione e nei possibili arbitri ed abusi che ad esso si accompagnano. Infatti, evidente che fino a quando assegnazione di divise e la concessione di licenze di importazione avvengono sulla base della scelta da parte di un organo statale di questa o di quella impresa, importatrice e della preferenza di questo o di quel paese da cui importare vi sarà sempre pretesto se non motivo per accuse di favoritismo, di disonestà: e di corruzione in chi amministra le concessioni.

Per ovviare a questo inconveniente è stato proposto da taluni di rimettere l'attribuzione delle divise e dei permessi di importazione al gioco della domanda e dell'offerta e precisamente col porre all'asta le rispettive autorizzazioni.

La proposta è indubbiamente meritevole di attenta considerazione. Ma non esaurisce il problema. Un minimo di discriminazione è inevitabile in quanto è implicito nella ragion d'essere del controllo. Sempre sarà, riconosciuta la necessità di preferire importazioni essenziali rispetto a quelle non essenziali e a quelle superflue. E questa scelta non può essere affidata al mercato.

Il sistema della vendita all'asta può essere applicato per quella parte di divise estere che restano disponibili dopo che si sono assicurate le importazioni più importanti (1). In altre parole, il controllo dei cambi, quando è inteso come strumento per lottare contro uno squilibrio della bilancia dei pagamenti, è sempre sistema di priorità.

Pertanto, resta sempre aperto il problema di ordinare il procedimento amministrativo in modo da ridurre al minimo le possibilità di abusi. Per il resto è da sperare che il sistema di cooperazione monetaria internazionale che va instaurandosi progredisca in modo da sempre più le ragioni per cui si fa ricorso al controllo dei cambi.

§ 10 - Recenti esperienze in materia di controllo dei cambi: il duplice mercato delle divise.

A mano a mano che dal semplice obiettivo di combattere la fuga dei capitali. Si passa alle forme più rigide di disciplina del mercato delle divise, sia che si tratti di difendersi da disturbi esterni, sia che si miri a conquistare dei vantaggi nel commercio con l'estero, si giunge fatalmente al monopolio dei cambi: si centralizza tutto il complesso delle operazioni sui cambi in un unico ente, al quale obbligatoriamente devono essere offerte le divise ad un tasso prestabilito e dal quale vengono cedute le divise stesse, mediante selezione delle domande secondo criteri rispondenti agli scopi e agli indirizzi della politica economica del

1) Intorno alla vendita all'asta applicata ai cambi si veda SACCHETTI, *Note sui sistemi di cambi d'asta*, in «Moneta e Credito», 1958.

momento.

Quali che siano tali criteri, l'instaurazione del monopolio dei cambi tende automaticamente a provocare due effetti caratteristici:

— poiché al corso dei cambi mantenuto dal controllo la moneta risulta sopravvalutata, si forma subito, accanto al corso ufficiale, un corso deprezzato (più elevato in termini di moneta nazionale per ogni unità di moneta estera) al quale si fanno le contrattazioni, sia all'estero, sia all'interno nel mercato clandestino;

— per la stessa ragione, al corso ufficiale le importazioni sono favorite e le esportazioni sono scoraggiate. La sopravvalutazione della moneta nazionale agisce come premio a favore dell'importatore, mentre per il compratore straniero diventa troppo oneroso il prezzo delle merci di un paese la cui moneta è sopravvalutata rispetto alle monete estere. A lungo andare perciò il controllo dei cambi non fa che accrescere il disquilibrio della bilancia dei pagamenti.

In una trattazione specifica del controllo dei cambi occorrerebbe analizzare più da vicino questi effetti ed esaminare anche il modo di reprimere o combattere il mercato clandestino come il modo di attenuare o anche utilizzare ai fini della politica economica l'effetto deprimente delle esportazioni e stimolante delle importazioni. Qui si vuole porre in rilievo qualche insegnamento di recenti esperienze compiute attenuando il rigore che si accompagna al monopolio e prescrivendo un obbligo meno oneroso.

Nell'intento di preparare il terreno al ritorno del libero commercio delle divise si è deciso taluni paesi (in Italia ciò è accaduto nel maggio 1946) di prescrivere la cessione obbligatoria all'Istituto dei cambi, ad un corso ufficiale, del solo 50% della valuta ricavata dagli esportatori, lasciando ad essi libertà di vendere al corso risultante dall'incontro di domanda e offerta il rimanente 50% ad importatori in grado di utilizzarlo nell'ambito di talune limitazioni di tempo e di carattere merceologico. Con questo sistema si dà vita a due mercati delle divise: quello ufficiale, che è artificialmente basso in termini di moneta nazionale, la quale è perciò sopravvalutata, e quello libero, che è più elevato. Il provento delle divise ottenute dall'esportatore è, in moneta nazionale, lo media fra corso ufficiale e corso libero.

Si tratta di una soluzione di compromesso che vuole conciliare gli interessi degli esportatori e, in generale, il desiderio del ritorno alla libertà di contrattazione delle divise, da una parte, e il bisogno di assicurare all'Istituto dei cambi la valuta occorrente per l'acquisto di merci essenziali (grano, carbone, petrolio), a prezzi relativamente bassi, in modo da contribuire a frenare l'ascesa dei prezzi interni, dall'altra.

Teoricamente si possono concepire diversi criteri di riparto fra la quota vincolata e la quota libera; evidentemente la scelta dipende dalla valutazione che l'autorità monetaria fa dell'una esigenza, rispetto all'altra. L'adozione del 50% (avutasi in Italia e, ancor prima, in alcuni paesi dell'America del Sud) farebbe

pensare ad un uguale grado di importanza attribuita al bisogno di disciplinare e al desiderio di liberare il mercato.

Per designare questo tipo di controllo si è parlato da taluni di monopolio parziale dei cambi. Prescindendo pure dall'equivoco in cui può indurre tale denominazione, che ha già un significato determinato nella teoria economica e mal si adatta ad un fenomeno che non ha riscontro nella comune accezione di monopolio parziale, sembra preferibile assumere una designazione che ponga in rilievo ciò che vi è di veramente caratteristico nella situazione considerata, e cioè la duplicità del mercato di divise. L'enfasi data a questa duplicità ha importanza che trascende il mercato dei cambi in quanto richiama l'attenzione su quella trasformazione che va subendo l'economia contemporanea con la disgregazione del sistema di concorrenza e il formarsi di due mercati per le merci di consumo essenziale (1).

Per essere esatti occorre menzionare l'esistenza anche di un terzo mercato, che è alimentato da divise che comunque si sottraggono all'obbligo della cessione e a cui attingono quanti non rientrano nelle categorie ammesse all'importazione. Si tratta in fondo di un mercato clandestino, anche se viene tollerato dalle autorità. Come si è visto, un mercato clandestino si accompagna pure al monopolio dei cambi, e, nell'uno e nell'altro caso, non presenta sostanzialmente problemi diversi da quelli nascenti da ogni vincolo al mercato che tenda a coartare uno degli elementi essenziali: la domanda o l'offerta o il prezzo. Il fatto che sia tollerato agisce in senso moderatore, in quanto non occorre compensare il rischio. L'attenzione deve essere concentrata sul corso libero che, accanto al corso ufficiale, è riconosciuto dalle autorità, monetarie.

Da che dipende in tali circostanze il livello del cambio libero? Generalmente parlando si può affermare che quanto maggiore è la quota di valuta vincolata tanto maggiore tende ad essere il cambio libero, perché tanto più intenso si fa il disquilibrio fra la valuta disponibile e la domanda di essa sul mercato libero. Data una certa quota di valuta soggetta a cessione obbligatoria, ad esempio il 50%, il cambio libero è superiore a quello che si stabilirebbe in assenza di restrizioni in materia di cambi. Infatti, ammesso pure che la valuta ceduta abbia la stessa destinazione che avrebbe avuto se fosse stata assorbita in regime di piena libertà valutaria, resta pur sempre che la concorrenza fra coloro che si contendono il restante 50% diviene più intensa.

1) Se l'argomento non rischiasse di portarci lontano dalla materia del controllo dei cambi, dovremmo porre il fenomeno qui considerato anche in relazione al formarsi, oltre che di due mercati, anche di due settori dell'attività produttiva: quello pubblico e quello privato. Non è già che finora fosse inesistente il settore pubblico; è che esso si va estendendo notevolmente e tende ad istituzionalizzarsi in forme nuove: si pensi alle nazionalizzazioni della Gran Bretagna, della Francia, ecc., alle partecipazioni statali nelle imprese industriali, bancarie, commerciali, ecc, in Italia. Rinvio al mio volume: *L'economia al servizio dell'uomo*. I nuovi orientamenti della politica economica e sociale, Milano, Vita e Pensiero, Sesta edizione, 1900.

Un altro fattore suscettibile di influenzare il corso libero è il grado di rigidità o d'elasticità della domanda di merci di importazione. Se si tratta di merci a domanda elastica l'elevazione del cambio provocata dalla ridotta quantità di valute disponibili è suscettibile di restringerne il consumo o l'impiego, laddove per merci a domanda rigida il correttivo non è operativo.

Infine, il corso ufficiale influisce pure sul cambio libero nel senso che, ad una certa quota di cessione obbligatoria, quanto minore è il corso ufficiale tanto maggiore tende ad essere quello libero. Quanto più basso è il cambio ufficiale tanto maggiore è la sopravvalutazione della moneta nazionale e perciò tanto minore è la convenienza alla esportazione. Basso volume di esportazione significa ridotto volume di valuta estera e di conseguenza accentuato disquilibrio fra valuta disponibile e domanda di essa. L'elevazione del corso libero vale a ristabilire la convenienza della esportazione, in quanto compensa lo scarso provento della valuta obbligatoriamente ceduta; ma una sensibile riduzione del corso libero può attendersi solo da una relativa elevazione del corso ufficiale.

Queste considerazioni teoriche nulla dicono intorno alla linea di condotta che in concreto sia da preferire dalle autorità monetarie. Può darsi che la preoccupazione maggiore non sia quella di veder ridursi il corso libero dei cambi, ma di conservare un livello dei prezzi relativamente basso in settori essenziali e fondamentali della economia del Paese (grano, petrolio, carbone, ecc.). Si tratta in tal caso di individuare le ripercussioni di tale politica e di accertare su chi ricada l'onere del vantaggio così conseguito.

La valuta disponibile sul mercato libero è detta *valuta di esportazione* perché proviene dall'esportazione; meglio sarebbe parlare di valuta di importazione perché gli effetti del volume disponibile e del corso di essa si fanno sentire appunto sull'importazione. Ora, a questo riguardo la posizione di quanti ne fanno domanda è notevolmente diversa. Vi sono produttori che importano materie prime e vendono all'estero i prodotti finiti; ve ne sono altri che, mentre importano materie prime, collocano all'interno i prodotti; altri infine esportano prodotti senza aver bisogno di importare materie prime. È facile vedere la diversa situazione di ciascuna categoria. La più avvantaggiata è l'ultima che gode del corso relativamente alto del cambio risultante dalla media fra cambio ufficiale e cambio libero. Mentre la seconda è quella che ha prospettive di lucro ben minori perché paga le materie prime al corso libero e vende i prodotti ai prezzi interni.

Una considerazione importante è che Ponere derivante dal cambio libero ricade appunto sui consumatori interni di merci che sono fabbricate con materie prime importate e sono vendute tutte all'interno. Di tutto ciò va tenuto conto nella determinazione del livello ufficiale del cambio.

§ 11 - I fondi di stabilizzazione dei cambi.

Si è detto sopra che una forma relativamente tenue di controllo dei cambi è quella esercitata dai Fondi di stabilizzazione dei cambi. Ora conviene esaminarla

da vicino. Si tratta di organismi provvisti di oro e di quantità ingenti di capitali (in forma di moneta nazionale o di Buoni del Tesoro nazionali o di divise estere), col compito di intervenire sul mercato dei cambi per neutralizzare gli effetti di un'offerta di oro o di moneta giudicati sfavorevoli alla stabilità dei cambi in quanto aventi fine speculativo.

Non si è creduto conveniente includere l'azione dei Fondi fra le forme di vero e proprio controllo dei cambi perché essa non è del tipo di intervento coattivo nel mercato dei cambi. In fondo il mercato dei cambi resta sostanzialmente libero ed in esso, sullo stesso piano degli altri operatori di divise, agisce il Fondo per mantenere entro determinati confini la oscillazione del prezzo della moneta nazionale in termini di altre valute. Mentre il Fondo utilizza il mercato dei cambi, il controllo dei cambi lo sostituisce, o almeno lo altera profondamente. Esatto però che, date le risorse ingenti di cui dispone, il Fondo finisce per rendere effettiva la propria condotta; ed in tal senso giunge a «controllare» il corso dei cambi.

Come si è detto, lo scopo precipuo dei Fondi è di contrastare le cause speculative di oscillazioni dei cambi. Generalmente però non manca l'obiettivo concomitante di isolare il mercato monetario interno dai movimenti speculativi di capitali. I Fondi mirano al tempo stesso a rendere più stabile il potere di acquisto della moneta all'estero (cambio) e all'interno (livello dei prezzi). Sarà opportuno perciò condurre il breve esame che segue tenendo distinti i due compiti.

Gli scopi ufficialmente dichiarati del Fondo inglese erano:

a) di appianare le variazioni dei cambi causati da tre serie di fenomeni:

- le fluttuazioni stagionali;
- le operazioni degli speculatori che accentuano quelle e le altre fluttuazioni;
- quelle speciali fughe da altri paesi di capitali alla ricerca di un posto più sicuro dove soffermarsi per un certo periodo»;

b) di impedire che i movimenti di capitali di questa natura avessero effetto sulla struttura monetaria e creditizia interna del paese.

I fondi di stabilizzazione sono stati variamente denominati: Exchange Equalisation Account; Exchange Stabilisation Fund; Fond d'égalisation des changes., ecc. Furono istituiti in Inghilterra (1932), in Belgio (1935), in Francia, Olanda e Svizzera (1936) e, benché quasi solo nominalmente, in Canada e Argentina (1935), in Spagna, Lettonia e Cecoslovacchia (1938), in Columbia e in Giappone (1937), in Cina (1939).

La denominazione del fondo inglese è, come si è detto, change Equalisations Account, che corrisponderebbe alla espressione italiana di Fondo di perequazione di cambi, o anche di Fondo di conguaglio dei cambi; ma, considerando la funzione essenziale riservata al fondo, si può renderla in italiano con la parola *stabilizzazione*. Si insiste da taluni nel rilevare che il Fondo non mirava a stabilizzare la sterlina bensì a moderarne le fluttuazioni. In realtà, tendenza a rendere il valore esterno di una moneta più stabile di quanto sarebbe

in mancanza di una qualsiasi azione è precisamente tendenza a limitarne quanto più è possibile le oscillazioni.

§ 12. - *Il fondo di stabilizzazione dei cambi e la stabilità dei cambi.*

Il primo Fondo di stabilizzazione dei cambi fu introdotto in Inghilterra nel giugno 1932 ed ebbe a disposizione 150 milioni di sterline in buoni del Tesoro, che furono aumentati nell'aprile 1933 di altri 200 milioni in buoni del Tesoro, poi di altri 200 milioni nel giugno 1937; successivamente segnò ancora altre variazioni delle sue disponibilità.

Secondo le dichiarazioni ufficiali, il Fondo era chiamato a neutralizzare ogni movimento puramente speculativo del cambio della sterlina ed a lasciare indisturbata ogni causa reale di variazione di esso a lunga scadenza; vale a dire era chiamato ad eliminare transitorie fluttuazioni del cambio, dovute all'entrata e all'uscita di *capitali vagabondi* e non ad ostacolare oscillazioni dovute spostamenti di capitali originati da fattori economici di lunga durata (1).

Mancando ogni controllo, l'entrata di capitali vagabondi, in cerca di rifugio ritenuto sicuro e non di investimento a lunga scadenza, avrebbe fatto elevare artificialmente il corso della sterlina. Essa infatti equivale a domanda intensa di sterline, la quale provoca aumento rapido ed arbitrario del prezzo della sterlina stessa, in termini di altre monete, con inevitabili ripercussioni sul prezzo delle merci e sul commercio estero; le merci inglesi rincarano sul mercato internazionale, per cui le esportazioni sono scoraggiate. Per converso il ritiro improvviso di tali capitali avrebbe avuto l'effetto opposto sul corso dei cambi, sui prezzi delle merci e sul traffico internazionale. Compito del Fondo è di annullare tali alti e bassi del corso dei cambi.

Quando vi è entrata di capitali esteri nel paese, il Fondo si procura sterline vendendo buoni del Tesoro, e con le sterline acquista le divise estere offerte dagli stranieri. Tali divise impiega poi per acquistare oro.

In caso di uscita di capitali il Fondo vende oro, ricostituendo la disponibilità di sterline, che può cambiare di nuovo in buoni del Tesoro. Di conseguenza le risorse del Fondo consistono sempre in oro e sterline, per lo più in forma di buoni del Tesoro.

Naturalmente esistono dei limiti all'azione efficace del Fondo, e tali limiti sono segnati appunto dall'ammontare delle risorse. Conviene tuttavia distinguere. Per controbilanciare la continua tendenza all'aumento del prezzo della sterlina (a seguito di entrata continua di capitali vagabondi) prima o dopo tutte le sterline disponibili sarebbero convertite in oro e il Fondo sarebbe

1) Se questo fu l'obiettivo del Fondo inglese sembra che i Fondi degli altri paesi abbiano mirato anche a stabilire e a difendere dei livelli «appropriati» dei cambi, cioè a resistere alle tendenze generali che influiscono sui cambi, avvicinandosi così al controllo dei cambi, senza tuttavia sopprimere il mercato dei cambi.

incapace di ulteriormente agire nel medesimo senso, a meno che non vi fosse addizionale emissione di buoni del Tesoro stessi. Nel caso contrario l'azione del Fondo diretta ad evitare la discesa del prezzo della sterlina al di sotto di un dato livello sarebbe arrestata quando fosse stato impiegato tutto l'oro posseduto dal Fondo, a meno che la disponibilità di oro non fosse ricostituita, ad esempio con un prestito estero.

I limiti di efficacia dell'azione del fondo possono essere così precisati la capacità del fondo a neutralizzare la tendenza all'aumento del prezzo della sterlina in termini di valute estere è limitata dalla disponibilità di sterline; quella di evitare la caduta del prezzo della sterlina è limitata invece dalla disponibilità, di oro e di divise estere.

In pratica il Fondo inglese ha operato, secondo le circostanze, in entrambe le direzioni. Però è prevalsa l'azione di resistenza agli afflussi di capitali stranieri, cioè l'azione mirante a comprimere la tendenza all'aumento del prezzo della sterlina. Altrimenti non si spiega come esso per lungo tempo abbia posseduto notevole quantità di oro. Si tratta evidentemente di oro acquistato utilizzando divise estere, ottenute con l'impiego di sterline.

§ 13. - Il fondo di stabilizzazione dei cambi e la stabilità dei prezzi.

Effetto concomitante alla stabilizzazione del cambio dovrebbe essere quello di isolare il mercato monetario interno dai movimenti speculativi di oro e quindi di lasciare invariata la massa monetaria esistente all'interno col non permettere all'afflusso dei capitali esteri di alterare il livello dei prezzi. In realtà però l'azione del Fondo non riesce ad impedire totalmente le ripercussioni dei capitali sulla massa monetaria interna.

Si supponga dapprima che il Fondo sia dotato di una scorta di moneta nazionale (e non di buoni del Tesoro), che si riduca allorché il Fondo acquisti oro o divise estere e si accresca, allorché il Fondo converta in moneta oro e divise estere. È evidente che nel primo caso una quantità, notevole di moneta si riversi sul mercato, alterando il volume dei mezzi di pagamento esistente (1), e nel secondo caso al mercato venga sottratta altrettanta quantità di mezzi di pagamento.

Né le ripercussioni mancano, benché siano meno intense e meno appariscenti, se le scorte del Fondo consistono in buoni del Tesoro. In caso di afflusso di capitali il Fondo, allo scopo di neutralizzare il rialzo del prezzo della moneta nazionale, vende buoni contro moneta ed impiega questa per acquistare divise estere. In realtà, le divise estere sono cedute dalle banche, cui affluiscono

1) Si tratta di effetti analoghi a quelli di ogni «piano per la stabilizzazione del valore della moneta» nelle fasi del ciclo, di cui mi sono occupato ampiamente altrove: La stabilizzazione del potere di acquisto, ecc., nel volume: *Contributi dell'Istituto di Scienze Economiche dell'Università cattolica del S. Cuore*, serie 1, Milano, 1925.

i depositi di capitali degli stranieri; ed i buoni sono comprati dalle banche o tutt'al più da privati, che si valgono di prestiti ottenuti dalle banche. In definitiva le banche vedono accresciuto il proprio debito verso i depositanti dei capitali provenienti dall'estero e al tempo stesso vedono aumentato per un ammontare uguale il proprio credito verso il Tesoro. La massa di moneta esistente nel paese non risulta perciò alterata. Ma non altrettanto può affermarsi considerando la possibilità di concessione di crediti bancari. Infatti le banche, trovandosi a possedere nel caso considerato un ammontare considerevole di crediti in forma di buoni del Tesoro, anziché di moneta liquida, devono restringere le operazioni di credito.

Si esamini il caso inverso. Per neutralizzare la tendenza al ribasso del prezzo della valuta nazionale, provocata dall'uscita dei capitali, il Fondo riacquista i buoni dalle banche. Queste, ricevendo in cambio moneta, sono in grado di rimborsare i depositi dei capitali stranieri e al tempo stesso possono proseguire le operazioni di credito nell'ampiezza precedente. Esse vedono adunque ridotto il proprio credito verso il Tesoro, ma al tempo stesso vedono altresì alleggerito per un eguale ammontare il debito verso i depositanti. Ciò accresce la liquidità delle banche, che possono pertanto *espandere le operazioni di credito*.

Si vede adunque che il Fondo non riesce ad evitare del tutto gli effetti dei trasferimenti di oro sul mercato monetario. Ciò è un'ulteriore conferma di quanto la teoria economica da tempo aveva accertato: essere cioè incompatibile la stabilità dei cambi con la stabilità dei prezzi interni; se si vuol raggiungere l'una bisogna rinunciare all'altra.

È importante notare anche che nella seconda ipotesi considerata le ripercussioni sono antitetiche a quelle che si produrrebbero in mancanza dell'azione del Fondo, se funzionasse cioè il sistema aureo. Si sa infatti che in regime di libero commercio di oro e di divise l'entrata di oro cagiona accrescimento di moneta e di credito; l'uscita invece diminuzione di moneta e di credito (si veda il 3 del cap. VI, Parte II). Nella ipotesi esaminata invece l'opera del Fondo fa sì che quando il paese riceve oro le banche sono costrette a ridurre il credito; quando poi lo perde, le banche sono in grado di estendere il credito. Sarebbe perciò inesatto ritenere che la istituzione dei Fondi valga a rafforzare il regime aureo.

Per una adeguata valutazione dei Fondi occorrerebbe considerare il costo che impongono, consistente essenzialmente nell'interesse sui buoni del Tesoro emessi per finanziare gli acquisti di oro. Per brevità ciò deve essere qui omissis.

È certo che l'esperienza dei fondi di stabilizzazione è stata preziosa. Probabilmente si manifesterà presto la necessità di utilizzarli anche sul piano della collaborazione internazionale.

§ 14. - *Nuove tecniche monetarie per neutralizzare gli effetti di entrata di capitali speculativi.*

Nonostante che negli ultimi anni si siano verificati notevoli mutamenti in questo campo, merita attento esame lo studio dei Fondi di stabilizzazione dei cambi perché ancora oggi non di rado si verificano situazioni in cui la stabilità monetaria esige di neutralizzare gli effetti di afflussi di capitali esteri determinati da soli scopi di speculazione. Valga per tutti l'esempio della Svizzera. Nell'estate del 1960 la Banca Nazionale concludeva con le banche svizzere un *gentlernens' agreement* in base a cui le banche si impegnavano a ricevere capitali esteri soltanto ad alcune condizioni: termine minimo di tre mesi per ritirare i fondi; nessun interesse versato sui conti correnti e anche prelievo di una speciale commissione dell'1% se il termine per ritirare i fondi era inferiore ai sei mesi. Inoltre le banche si impegnavano a fare il possibile per evitare che i fondi si investissero in Svizzera sia in valori mobiliari nazionali, sia in immobili, ecc.

In occasione della forte ondata di capitali esteri verificatasi a breve distanza dalla rivalutazione del marco tedesco (nella sola giornata del 6 marzo 1961 l'afflusso in Svizzera raggiunse un miliardo di franchi svizzeri) la Banca Nazionale si vide costretta a fare un passo avanti per neutralizzare gli effetti sfavorevoli di quell'ingresso: chiedere alle banche di non utilizzare quei fondi speculativi come base per la loro attività e cioè per concedere crediti.

Questo cenno basti per dimostrare l'attualità del problema di neutralizzare gli effetti di entrata di capitali speculativi ad onta delle mutate tecniche monetarie.

CAPITOLO XVI.

LO STATO PRESENTE DEL PROBLEMA DELL'ORO

§ 1. - *L'attuale funzione dell'oro negli scambi internazionali e il sistema di compensazione.*

I brevi cenni sul controllo dei cambi hanno servito a dare un'ulteriore conferma del crollo del regime aureo come sistema monetario internazionale nel senso tradizionale. Spezzatosi il sistema unitario, si hanno attualmente più sistemi monetari o, più esattamente, più «prassi monetarie», tendenti ad ordinarsi a sistemi. Tuttavia, l'oro è ben lungi dall'aver perduto importanza nell'impiego a scopo monetario.

Nell'analisi delle singole funzioni dell'oro si è visto in che modo l'oro ha perduto la funzione di servire come base dell'unità monetaria.

Già la sterilizzazione dell'oro, l'impiego di divise estere quale riserva, la estensione della circolazione creditizia e misure simili avevano molto indebolito il legame fra oro e circolazione monetaria. Ma il colpo decisivo a tale legame è stato inferto dalla consapevole adozione da parte di numerosi paesi di una

politica monetaria regolante l'ammontare della circolazione in relazione ai bisogni dell'economia anziché alle disponibilità auree.

A questo punto è opportuno chiarire in che senso vada interpretato il fatto che le Banche Centrali non di rado (e tale è il caso dell'Italia) perseguono l'obiettivo di accumulare oro anche come sostegno della solidità della moneta. Ciò si spiega con l'opinione, ancora largamente diffuso nel pubblico, che il possesso dell'oro da parte della Banca Centrale è l'elemento decisivo per le sorti della moneta. L'effetto psicologico, derivante dal sapere che nelle casse della Banca Centrale viene conservato oro in notevole quantità, viene ritenuto, dalle autorità responsabili della moneta, come un utile elemento nel gioco delle forze in vario modo operanti per regolare il valore della moneta. Non si dimentichi poi che una scorta abbondante d'oro è sempre garanzia di far fronte, in caso di bisogno, ai saldi di disavanzi internazionali, come si ricorderà, fra poco.

Crollato è pure l'oro come strumento automatico di aggiustamento dei cambi e delle bilance dei pagamenti dei vari paesi.

Molto avevano compiuto in tale senso i trasferimenti anormali dei capitali (riparazioni e debiti di guerra), l'inasprimento del protezionismo ecc. Ma anche qui fattore decisivo è stata la politica monetaria autonoma che, in armonia ai programmi di economia regolata e alla tendenza, all'«economia, complessa», quasi tutti i paesi hanno fini per adottare.

Tuttavia, l'oro conserva una importante posizione quale mezzo di saldo dei disavanzi internazionali.

È vero che in tale veste l'oro funge più da merce che da moneta; ma non è meno vero che l'oro presenta caratteri che lo rendono preferibile a qualsiasi altra merce per saldare i disavanzi internazionali. In teoria niente vieta che si accumulino scorte di materie prime (carbone, ferro, ecc.), ad esempio, o (li prodotti del suolo (grano, caffè, ecc.), od anche di prodotti dell'industria, per adoperarli a colmare eventuali deficit della bilancia dei pagamenti. Ma, in primo luogo le spese dell'accumulazione, e poi le difficoltà della conservazione, sarebbero più forti che per l'oro. Ed inoltre nessuna di tali merci presenta lo stesso grado di fungibilità dell'oro.

D'altro parte, con l'impiego dell'oro per saldi dei disavanzi internazionali non solo non è incompatibile ma è del tutto conciliabile la pratica delle compensazioni (clearings, scambi compensati, compensazioni private, accordi di pagamento, ecc.). Si sa che molti paesi, avendo perduto tutto o gran parte dell'oro e delle divise disponibili, hanno fatto ricorso ad espedienti che permettono di proseguire gli scambi internazionali senza il trasferimento di mezzi di pagamento internazionali. I clearings, gli scambi bilanciati, le compensazioni private mirano appunto a far sì che ciascun paese paghi le importazioni direttamente con le esportazioni, senza l'intermediario di oro o di divise.

Quando vige l'accordo di clearing fra il paese A e il paese B l'importatore di A, anziché inviare divise all'esportatore di B, versa il prezzo, in moneta nazionale, ad un Istituto a ciò autorizzato. Altrettanto fa l'importatore di B nel

suo paese. L'esportatore da A riceve il prezzo in moneta nazionale dal detto Istituto e così l'esportatore da B. Sicché le partite del dare e dell'avere sono compensate senza che avvenga trasferimento di divise. Ma, come è facile immaginare, non sempre le partite di debito e di credito fra un paese e l'altro corrispondono nell'ammontare. E questo è un inconveniente non lieve dei *clearings*. Se, ad esempio, il paese A importa da B più di quanto non esporti in esso, dovrà probabilmente rinunciare parte delle importazioni, sicché gli scambi tra A e B tenderanno a compensarsi sì ma al livello delle esportazioni di A, che è il livello inferiore. Ecco che se A disponesse di oro (o divise) potrebbe con esso saldare l'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni, senza essere costretto ad una limitazione del consumo o della produzione.

Successivamente si sono venute escogitando forme di *clearings* multilaterali, col proposito di eliminare appunto l'inconveniente dei *clearings* bilaterali. Così, ad esempio, A è messo in grado di saldare il disavanzo verso B con l'attivo che vanta verso C. Ma è dubbio che l'adozione dei *clearings* multilaterali possa raggiungere l'effetto desiderato, per cui, anche in tal caso, si palesa l'opportunità dell'impiego dell'oro per i saldi internazionali, benché in misura ridotta.

Comunque, resta spiegato perché, nonostante il fallimento dell'oro come base monetaria e come strumento equilibratore internazionale, il metallo giallo non ha perduto importanza a scopo monetario (1). Così ci appare lo stato presente del problema del l'oro (2).

Un rapido sguardo retrospettivo permette di cogliere la singolare evoluzione attraversata dall'oro negli ultimi decenni: da effettivo mezzo di scambio e da automatico strumento equilibratore dei pagamenti internazionali, è passato ad esercitare una funzione meramente psicologica ovvero ad agire come una merce particolarmente adatta ad accumulare valore. Ciò si è compiuto

1) Tra i paesi produttori di oro ve ne è qualcuno che ha già voluto mostrare il proprio interesse e la propria preferenza per il ripristino del regime aureo. Il parlamento sudafricano ha ristabilito nel 1944 la convertibilità dei biglietti in oro, pur autorizzando il governo a ritardarne la applicazione. In un paese non produttore di oro ma ben fornito di metallo giallo, la Svizzera, è stata avanzata la proposta di reintrodurre in circolazione la moneta aurea; ma è stato presto riconosciuto dalle autorità responsabili che ciò significherebbe legare il franco con un rapporto fisso all'oro e quindi rinunciare a quella libertà di movimento nella politica monetaria che si è rivelata insostituibile. Nella primavera del 1956 nella Germania occidentale è stata sostenuta da taluni l'opportunità di mettere in circolazione monete d'oro. La singolare giustificazione che è stata data è che si poteva contare che circa 700-800 milioni di marchi sarebbero stati assorbiti; si sarebbero così ridotti i consumi e si sarebbe ovviato alla minaccia inflazionistica. Come si vede, si partiva dal presupposto che le monete sarebbero state tesaurizzate: ammissione fin troppo eloquente che le condizioni idonee alla circolazione metallica non sono ancora vicine.

2) Per uno sviluppo più esteso del problema l'invio al saggio: La questione dell'oro nel momento presente, in «Scienza e Tecnica», 1941. 297

parallelamente ad una non meno singolare evoluzione dei biglietti di banca. Le prospettive potranno cambiare quando il movimento verso la convertibilità delle monete sarà un fatto compiuto. Più avanti si tratterà, del concetto attuale di convertibilità, delle condizioni per il suo ripristino e per il suo mantenimento e di alcuni problemi fondamentali che tale mantenimento solleva fin d'ora.

§ 2. - L'impiego dell'oro come strumento di saldo nei pagamenti internazionali e i problemi che solleva. La sovrapproduzione dell'oro.

Quanto all'ordinamento futuro del sistema monetario internazionale non è possibile, salvo quanto si dirà più avanti sul Fondo monetario internazionale istituito a Bretton Woods, esprimere alcun giudizio definitivo, perché mancano importanti elementi di fatto su cui basarsi. Si ricordi intanto che tale questione ha importanza secondaria di fronte alla sistemazione delle relazioni economiche internazionali in generale. sommamente auspicabile che questa sistemazione risponda alle esigenze della morale e della giustizia, in guisa da porre le condizioni favorevoli alla stabilità, continuità, e sviluppo delle economie dei popoli. Una volta raggiunta questa sistemazione non sarà, difficile trovare e attuare l'ordinamento monetario adatto. All'interno come nei rapporti fra paesi, la moneta ha la funzione strumentale di facilitare gli scambi e non è fine a sé stessa.

Supponendo che anche in futuro l'oro eserciterà la funzione monetaria e in particolare sarà chiamato ad adempiere la funzione di saldo nei pagamenti internazionali, è necessario prospettare le due importanti questioni che tale evenienza solleva:

- a) la sovrapproduzione dell'oro;
- b) la maldistribuzione dell'oro.

Per un curioso processo di inversione di termini, mentre nel periodo immediatamente successivo alla guerra del 1914-18 si temeva la penuria di oro, più tardi si avvertì la preoccupazione per la sovrabbondanza del metallo giallo (1). La produzione annua di oro sarebbe in eccesso rispetto alla domanda anche se fosse ancora in vigore l'antico rapporto fra scorte auree e circolazione monetaria. Se della produzione annua di circa 1 miliardo di dollari di oro solo 250 milioni di dollari sono richiesti per usi industriali, come è stato stimato, allora non molto meno di un miliardo di dollari rimane annualmente libero per l'impiego monetario (e per il tesoreggiamento). Dopo il 1920 la domanda monetaria annua di oro era valutata a circa 300 milioni di dollari e tale cifra non dovrebbe essere attualmente più elevata, dato che il rapporto fra volume della produzione e prezzi non è sensibilmente mutato, anche se riesce più difficile fare

1) La preoccupazione per l'eccesso di oro esistente divenne acuta per la prima volta nell'aprile 1937, all'epoca della così detta Gold scare (timore della caduta del prezzo dell'oro) provocata dall'improvvisa comparsa sul mercato internazionale di ingente quantità di oro sovietico.

calcoli esatti per la crescente tendenza delle banche centrali a comprendere l'oro fra le riserve non dichiarate.

Una importante constatazione deve essere fatta riguardo al tesoreggiamento di oro, che negli ultimi tempi è notevolmente aumentato, evidentemente in concomitanza alla svalutazione monetaria in molti paesi e alla incertezza circa le sorti future delle monete. La produzione di nuovo oro fu nel 1946 di circa 960 milioni di dollari; poiché nelle riserve dichiarate gli aumenti e le diminuzioni si pareggiano e le riserve non dichiarate si accrebbero probabilmente di 200 milioni di dollari, i rimanenti 750 milioni furono assorbiti nella misura solita o in misura più elevata per uso industriale e nella parte maggiore per tesoreggiamento. Questa circostanza, in unione alla tendenza alla diminuzione di produzione aurifera, che si manifestava dal 1940 (salvo quanto si dirà, fra poco), non alterò il dato fondamentale che la disponibilità di oro è esuberante rispetto ai bisogni, tanto più che poco dopo erano da segnalare i segni di un rovesciamento di tendenza, nel 1954, che vide la produzione di oro nuovamente in rialzo. In continuo aumento fu la produzione di oro fino al 1940. Se si comprendono i milioni di once, a cui si faceva ascendere la stima della produzione sovietica per cui mancavano, come tuttora mancano, i dati, si registra per quell'anno una produzione di oltre 40 milioni di once di oro fino; cifra che superava ogni precedente livello, sorpassando il doppio della produzione del 1929. Tenendo conto del deprezzamento della moneta a partire dal 1931, l'aumento in valore è naturalmente ancora più grande. Valutata in dollari attuali la produzione del 1940 era di gran lunga superiore al doppio di quella del 1929; aveva un valore di 1.425 milioni di dollari e proveniva per 850 milioni di dollari, cioè per poco meno di 60%, da paesi che nel 1940 appartenevano all'Impero britannico.

A partire dal 1940 però la tendenza si invertiva improvvisamente; in quell'anno, infatti, la produzione mondiale di oro manifestava una diminuzione, sia pure non troppo intensa, rispetto a quella degli anni precedenti e in quelli successivi accusava, una contrazione assai più pronunziata. Mentre nel decennio 1930-40 la cifra globale segna un aumento del 7% all'anno in media (percentuale più che doppia del periodo 1860-1914), a cominciare dal 1941 si ha la seguente diminuzione rispetto all'anno precedente: 2% nel 1941, 9% nel 1942, 17% nel 1943, 12% nel 1944, nell'insieme dei paesi dai quali si hanno statistiche attendibili e che rappresentano complessivamente circa tre quarti della produzione mondiale.

Come appare dalla tabella che segue, la percentuale di diminuzione varia sensibilmente da un paese all'altro: stando alle valutazioni relative al 1946, il regresso è più pronunziato negli Stati Uniti e nell'Australia che nell'Africa del Sud. Il volume della produzione subiva, specialmente a partire dal 192, l'influenza dei più elevati costi di produzione, della deficienza di mano d'opera e della difficoltà di ottenere materiali e macchinari, cioè di vari fattori connessi con lo stato di guerra nel mondo. Nell'Africa del Sud l'aumento dei salari dei lavoratori indigeni provocava tale rialzo del costo di produzione da rendere non

più lucrativo il trattamento del minerale di più basso tenore e da consigliare perciò la riduzione della produzione aurifera. In taluni paesi anzi (Stati Uniti, Canada, Australia) si aggiungeva la deliberata azione del governo tendente a rallentare l'attività delle miniere al fine di rendere disponibili uomini, materiali e macchine per produzioni di importanza bellica.

Quanto all'U.R.S.S. e all'Estremo Oriente, di cui non si conoscono dati sicuri, si suppone che l'andamento della produzione abbia risentito della penuria di macchinari e di strumenti e della graduale diminuzione di mano d'opera per motivi con. nesi allo stato di guerra. Nella primavera del 1943 il governo mancese e quello giapponese annunziarono la sospensione, per la durata della guerra, della produzione aurifera, salvo il caso in cui l'oro fosse un sottoprodotto di altri metalli d'impiego bellico, quali il rame. Si ebbe così un netto mutamento di politica, dato che in entrambi i paesi il governo aveva cominciato nel 1938 a corrispondere premi di incoraggiamento all'estrazione dell'oro. In quel periodo l'oro serviva al Giappone come mezzo di pagamento internazionale, mentre nel 1943 erano cessati gli scambi tra il Giappone ed i paesi fuori della «sfera di prosperità comune», nella quale lo yen aveva corso per tutti i pagamenti.

Quale eccezione alla generale tendenza restrittiva va ricordata la condotta di qualche paese che proseguiva l'estrazione di metallo giallo: così la Banca nazionale di Romania nel dicembre 190 aumentava il premio sull'oro con effetto dal 10 gennaio 1942. Nonostante questi casi eccezionali, il fatto saliente resta pur sempre il mutamento nell'andamento della produzione mondiale di oro.

Tuttavia, la preoccupazione circa la sovrapproduzione dell'oro non può dirsi ancora superata. Come si è detto, il, 1946 già segnava un aumento di produzione. in alcuni Paesi e specialmente negli Stati Uniti, dove l'aumento era del 75%, quantunque non si fosse con ciò raggiunto che poco più di un quarto della produzione del 1939, data la forte contrazione che si era avuta durante la guerra. Pur con un ritmo ridotto rispetto a quello degli anni passati, era circa un miliardo di dollari oro che si aggiungeva annualmente all'ammontare globale di oro ad uso monetario. E questo era già in eccesso, tenuto conto delle prescrizioni prima in vigore intorno al rapporto fra oro e moneta. Poiché tali prescrizioni erano state abbandonate o non venivano osservate, la domanda di oro ad uso monetario poteva ritenersi fosse discesa a zero. Col venir meno dei fattori che avevano ostacolato nel corso degli ultimi anni l'industria aurifera, non era da escludere che si estendesse ad altri paesi il capovolgimento della tendenza fino allora prevalsa. Né poteva essere trascurato che, secondo notizie apparse sulla stampa in relazione ai negoziati monetari della primavera del 1944, la produzione di oro nell'U.R.S.S. sarebbe notevolmente salita rispetto alla cifra contemplata come massima nelle precedenti valutazioni.

L'andamento del periodo successivo doveva poi confermare la tendenza all'aumento. Dal 1949 in poi la produzione mondiale era rimasta fra i limiti di 24,0 e 24,7 milioni di onces. Ma a partire dal 1954 non vi era più alcun dubbio circa il movimento ascendente. vero che la produzione di quell'anno, ammontante a 26 milioni di onces, era ancora di circa il 30% inferiore a quella

senza precedenti di 37 milioni di once del 1940 (da questa cifra è esclusa la quota della U.R.S.S.), ma essa superava di circa il 23% la produzione del 1945, con un aumento di oltre il 6% per il solo 1954. Da allora in poi l'aumento non più avuto interruzioni.

Nel 1955, con un aumento d'oltre 1 milione di once, si toccava il livello di 27,5 milioni di once (pari a 965 milioni di dollari, al prezzo di 35 dollari per oncia). Di oltre un milione di once si accresceva la produzione anche nel 1956, toccando il livello di 25,6 milioni di once. A queste cifre va aggiunta sempre la produzione russa.

L'espansione nella produzione aurifera mondiale è da attribuire alla maggiore produzione dell'Unione del Sud Africa. Quest'ultima, che nel 1941 raggiunse la punta di 14,4 milioni di once e durante la guerra diminuì meno di quella delle altre aree, si riprese più rapidamente nel periodo postbellico. Dal 1950 l'aumento annuale nella produzione mondiale (sempre esclusa l'U.R.S.S.) si aggira sui 3,9 milioni di once e, durante lo stesso periodo, la sola produzione annuale delle miniere dell'Unione del Sud Africa, è salita di 4,2 milioni di once. In percentuali, l'aumento della produzione mondiale è stato del 16% e quello della produzione dell'unione del Sud Africa ha superato di poco il 36%, sicché dal 1950 il contributo di quest'ultima alla produzione aurifera mondiale, esclusa l'U.R.S.S., è passato dal 47,2 al 55,5%. L'Unione del Sud Africa ha così più che riconquistato la posizione che occupava nel 1946, anno in cui la sua produzione partecipò con il 55% alla produzione globale.

Lo straordinario accrescimento dell'oro prodotto nell'unione del Sud Africa durante gli anni recenti è stato in parte dovuto alla meccanizzazione del lavoro nelle miniere, colà attuata in misura maggiore che altrove, all'abbondante disponibilità di mano d'opera, a salari relativamente bassi ecc. Inoltre è derivato dall'apertura di nuove miniere e infine dalla produzione congiunta di uranio ed oro.

Anche nel Canada, che è il secondo paese produttore di oro del mondo occidentale dopo l'Unione del Sud Africa, la produzione ha raggiunto un nuovo massimo postbellico, essendo solo del 15% inferiore al livello senza precedenti toccato nel 1941: recentemente è stato annunciato che il sistema dei sussidi governativi ai produttori rimarrà, in vigore fino alla fine del 1958.

Nel 1956 la produzione dei rimanenti paesi è stata lievemente inferiore all'anno precedente. Ma, anche se essa dovesse rimanere stazionaria, come da taluni si prevede (Ventisettesima Relazione Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, 1957, p. 176) il volume globale non cesserebbe di aumentare per effetto della forte espansione della produzione nell'Unione del Sud Africa.

La tabella che segue, riportata dalla menzionata relazione annuale della Banca dei Regolamenti internazionali, un quadro completo della produzione aurifera nel mondo nel corso dell'ultimo quarto di secolo.

PRODUZIONE DI ORO

PRODUZIONE MONDIALE DI ORO (esclusa U.R.S.S.)

P a e s i	1929	1940	1946	1950	1953	1954	1955	1956
Peso, in migliaia di once di fino								
Unione del Sud Africa .	10.412	14.046	11.927	11.664	11.941	13.227	14.602	15.893
Canada	1.928	5.333	2.849	4.441	4.056	4.366	4.542	4.396
Stati Uniti d'America . .	2.045	4.799	1.625	2.375	1.990	1.867	1.891	1.838
Australia	427	1.644	824	870	1.075	1.118	1.049	1.031
Ghana	208	886	586	689	731	787	688	638
Rhodesia del Sud . . .	561	826	545	511	501	536	525	535
Colombia	137	632	437	379	437	377	381	438
Filippine	163	1.121	1	334	481	416	419	406
Messico	655	883	421	408	483	387	383	360
Congo Belga	173	559	331	339	371	365	370	360
Giappone	335 ^u	867	40	156	258	301	288	374
Nicaragua	12	163	204	230	259	233	230	216
India	364	289	132	197	223	241	211	211
Perù	120	281	158	148	140	147	163	150
Brasile	112	150	140	131	116	120	110	130
Svezia	35	218	91	79	88	110	99	100
Cile	33	335	231	192	131	125	123	85
Nuova Guinea	36	295	1	80	121	86	74	70
Isole Figi	—	111	82	103	77	72	75	63
Nuova Zelanda	120	186	119	77	39	42	27	25
Totale	17.876	33.624	20.744	23.403	23.518	24.923	26.250	27.254
Altri paesi (escl. U.R.S.S.)	624	3.376	956	1.297	1.182	1.177	1.250	1.346
Prod. mondiale (stima)	18.500	37.000	21.700	24.700	24.700	26.100	27.500	28.600
Valore, in milioni di dollari S.U.A.								
Stima della produzione totale mondiale, a \$ 35 per oncia di fino	650	1.295	760	865	865	915	960	1.000

§ 3. - I rimedi proposti per ovviare alta sovrapproduzione dell'oro.

Per ovviare agli inconvenienti dell'eccessiva offerta di oro vari rimedi sono stati proposti.

1) Taluni propugnano il ritorno in circolazione di oro coniato. Ma il rimedio sarebbe peggiore del male, non foss'altro per l'inevitabile effetto deflazionistico che esso produrrebbe, a cagione del tesoreggiamento dell'oro coniato, cui il pubblico, ancora impressionato dalle svalutazioni monetarie, si abbandonerebbe.

Secondo stime avanzate in ambienti finanziari solitamente accreditati l'ammontare dell'oro tesaurizzato dai privati nel corso del 1957 è aumentato di 500 milioni di dollari e raggiunge così il totale di 12,4 miliardi di dollari: cifra che rappresenta la produzione totale di più di 12 anni. Il totale dell'oro tesaurizzato supera del 20% le riserve auree delle banche centrali di tutta l'Europa.

Le stime vengono fatte partendo dalla produzione annuale e deducendo da essa da una parte l'aumento delle riserve delle banche di emissione e dall'altra una certa quantità per usi industriali. In quest'ultimo calcolo che si possono commettere errori.

L'oro tesaurizzato in Francia da privati sarebbe aumentato di 100 milioni di dollari, raggiungendo il totale di 3,9 miliardi rappresentati principalmente da monete. Deve trattarsi di importazioni clandestine dato che il commercio estero dell'oro avviene su licenza. La riserva aurea della Banca di Francia era, alla stessa epoca, di 600 milioni di dollari. Chiaro indizio di scarsa fiducia del pubblico nel franco, ad onta degli accorgimenti adottati per attrarre risparmio con la vendita di titoli di Stati legati all'oro o al costo della vita, come si dirà più avanti.

Questo argomento è servito a confutare la proposta recentemente avanzata in Svizzera, di tornare a coniare ed emettere monete d'oro. Evidentemente la proposta non mirava a correggere la sproporzione fra quantità di oro e bisogni di circolazione ma esprimeva il desiderio di vedere di nuovo il franco vincolato all'oro.

2) Per altri il rimedio consisterebbe nel ridurre il prezzo dell'oro. Si provocherebbe così da una parte la diminuzione della produzione (essendo divenuta meno conveniente) e dall'altra la riduzione di valore monetario dell'oro esistente (1).

1) Recentemente in taluni paesi (Messico, India, Egitto, Turchia, Svizzera) la banca centrale o il Tesoro hanno proceduto alla vendita ufficiale di oro al pubblico col proposito di combattere la tendenza all'inflazione. L'effetto doveva raggiungersi sia per l'assorbimento di potere di acquisto dalle mani del pubblico sia per l'abbassamento del prezzo di mercato dell'oro; infatti il basso prezzo dell'oro viene generalmente considerato dal pubblico come misura del valore intrinseco della moneta, verso la quale si riacquista la fiducia. Ma i risultati sono stati

3) Per altri infine occorrerebbe accrescere la percentuale di riserva in rapporto alla circolazione e richiedere riserva aurea anche per la circolazione creditizia. In regime aureo effettivamente funzionante quest'ultima proposta sarebbe la preferibile. Ma poiché, come si è ripetutamente affermato sopra, l'oro non serve adesso di base all'unità

mediocri, probabilmente a cagione delle quantità relativamente piccole di oro offerto rispetto alla massa enorme dei biglietti in circolazione. Degno di attenzione è il gesto del Governo francese che il 26 maggio 1952 emise un prestito ancorato all'oro. Il prestito veniva contratto ad un tasso di interesse del 8,50% ed era rimborsabile per estrazioni annuali nel periodo di 60 anni. Il Governo si impegnava a rimborsare i titoli ad una quotazione mai inferiore al livello di emissione, quotazione che però sarebbe salita proporzionalmente all'eventuale aumento del corso del «luigi d'oro» (detto anche «napoleone d'oro») sul mercato libero dell'oro di Parigi, corso risultante dalla quotazione media durante i cento giorni precedenti l'estrazione. (Si tratta del pezzo d'oro da 20 franchi, uguale, per peso e contenuto, al nostro marengo e al marengo elvetico). Poiché il saggio medio di rendimento dei titoli a reddito fisso era stato nell'anno precedente di oltre il 6% si deve ritenere che il lancio del prestito ad un saggio così basso ha potuto essere fatto solo contando sull'attrattiva della garanzia aurea. Come va giudicato il prestito dal punto di vista della funzione monetaria dell'oro? Evidentemente esso è basato sulla previsione di una svalutazione del franco e mira a prevenirla operando in due direzioni. Da una parte mira a indurre i tesaurizzatori di oro e di monete d'oro a cederle in cambio di franchi da offrire in sottoscrizione sì da godere del vantaggio di una remunerazione, ancorché tenue, a titolo d'interesse. Dall'altra parte tende a rastrellare le forti somme di biglietti in cerca di investimento ma tuttora esitanti ad investirsi in franchi. Se l'operazione fosse riuscita in pieno la moneta francese avrebbe trovato un notevole sostegno nella sua stabilità. Una grande quantità di oro sarebbe stata venduta per procurare ai detentori i franchi da sottoscrivere e ciò avrebbe fatto scendere il prezzo dell'oro a tutto vantaggio del potere d'acquisto dell'unità monetaria. Nello stesso senso avrebbe agito la cessione della massa di mezzi di pagamento da parte di quanti avrebbero aderito al prestito versando appunto i franchi. La tendenza sarebbe stata più tardi rafforzata dalla esecuzione del programma di investimenti pubblici che era appunto l'obiettivo concreto del prestito. Per l'azione congiunta di questi tre fattori sarebbe rinata la fiducia nel franco. Ma se l'obiettivo non fosse stato raggiunto pienamente ovvero se il raggiungimento di esso non fosse valso a tenere lontana la svalutazione, causata da altri fattori, il Governo avrebbe potuto agevolmente tener fede all'impegno assunto? Per valutare questo punto bisogna considerare che non siamo di fronte ad una vera e propria clausola oro. La garanzia concessa non si riferisce all'oro come tale ma ad una specie particolare di esso e cioè ad un determinato settore del suo mercato: quello del «napoleone» a Parigi. Con un contenuto di 5,8 grammi di fino esso è quotato ad un corso che corrisponde ad un prezzo d'oro di 680 franchi al grammo mentre l'oro in barre di uguale peso vale poco più di 500 franchi. La differenza di poco meno del 40% supera evidentemente il normale premio che si accorda all'oro monetato e si spiega in virtù della preferenza delle monete per la grande comodità che offrono ai tesaurizzatori. Ma quella notevole differenza offre un margine di sicurezza al Governo che, in caso di svalutazione del franco, potrebbe acquistare metallo e coniare monete identiche a quelle preferite dai tesaurizzatori. Fino a quando l'aumento del prezzo del «napoleone» non segnasse una svalutazione tale da portare il margine anzidetto al puro scarto rappresentato dalle spese di monetazione, il Governo non subirebbe perdite. L'altro punto da considerare è il basso tasso di remunerazione che il Governo è tenuto a pagare. Il risparmio che realizza, in confronto al tasso d'interesse per i prestiti vigente sul mercato, accresce

monetaria, neanche tale suggerimento possiede valide prospettive di successo. Il medesimo risultato si potrebbe ottenere, secondo un'altra proposta, con l'innalzamento del livello dei prezzi delle merci (escluso l'oro). Ciò richiederebbe una maggiore quantità di medio valore e tende a riprendere anche la funzione di misura di valore. Ma non è possibile andare al di là di questo punto e chi volesse vederci il primo passo verso il ritorno all'oro indubbiamente farebbe una affermazione affrettata e non basata sui fatti.

In un certo senso analogo al prestito del 1952, il cui interesse viene calcolato secondo il corso del «napoleone d'oro», è il prestito «ad interesse minimo» richiesto dal Tesoro francese al pubblico offrendo titoli del taglio di 10.000, 100.000 e 1.000.000 di franchi, emessi alla pari e godibili dal 10 giugno 1956. È assicurato ai titoli un interesse minimo del 5%. Essi inoltre fruiranno d'una maggiorazione di interesse variabile in funzione dell'andamento della produzione industriale francese. Il saggio di maggiorazione è fissato nel 0,05% per ogni punto dell'indice annuo che eccederà il livello raggiunto dall'indice stesso nel corso del 1955.

L'analogia è però assai tenue. Qui non si manifesta tanto la preoccupazione della stabilità monetaria quanto quella di avviare risparmi verso l'espansione industriale e legare, in certa misura, le sorti dei risparmiatori al successo o insuccesso del programma di espansione economica.

Ed allora: dovendo l'oro servire solo per il saldo dei disavanzi internazionali, dovendo cioè fungere più da merce che da moneta, il migliore rimedio alla sovrapproduzione consiste nel non adottare alcun rimedio. In altre parole: non si pone neanche un problema di sovrapproduzione.

L'oro, in qualunque quantità esista, può adempiere al saldo dei deficit nei pagamenti internazionali (1).

ulteriormente il margine di sicurezza per il caso di salita del prezzo del «napoleone». In conclusione, si può affermare che in un certo senso l'oro esercita qui una funzione monetaria. Si riconosce cioè che l'oro opera come riserva di circolante e perciò, restando costante il rapporto fra riserva e circolazione, maggiore quantità di oro per copertura. Intanto l'elevato costo di produzione obbligherebbe le miniere marginali a sospendere l'estrazione, e così si avrebbe anche riduzione della produzione del metallo. Ma alla riduzione del prezzo dell'oro si oppongono serie difficoltà: la resistenza degli interessi privati, che sarebbero lesi da tale azione; gli interessi del Tesoro di molti paesi, che mal si adatterebbero alla perdita. Altro ostacolo consiste nel non facile accordo fra i non pochi paesi interessati. Quanto poi all'innalzamento del livello dei prezzi delle merci, si tratta di proposta che non va neanche presa in considerazione; le ripetute esperienze della inattività di mantenere il livello dei prezzi mondiali artificialmente elevato dovrebbero essere ritenute decisive al riguardo.

1) Significativo, sotto questo aspetto, è che il termine di riferimento per valutare la consistenza delle riserve auree delle Banche Centrali vada diventando l'ammontare annuo del valore delle importazioni. Così, poco dopo aver assunta la sua funzione, il nuovo presidente della Bundesbank di Germania (ex Bank Deutscher Lander) dichiarava (all'inizio del 1958) che le riserve monetarie del Paese, ammontando solo a 17 miliardi di marchi, rappresentavano circa nove mesi di importazione e perciò non dovevano essere considerate tali da consentire

§ 4 - b) *La maldistribuzione dell'oro.*

Ma, anche ridotto a tale modesta funzione, l'oro, per poter servire efficacemente, deve essere meno inegualmente distribuito. Si suol parlar di maldistribuzione dell'oro per denotare il fenomeno per cui il metallo giallo si è concentrato in pochissimi paesi.

Alla fine del 1940 le riserve auree del governo degli Stati Uniti ammontavano a 22 miliardi di dollari, ciò che equivale a circa 70% dell'oro monetario del mondo intero, che si valuta approssimativamente a 81,5 miliardi di dollari, ivi comprese le scorte non dichiarate, appartenenti a fondi di stabilizzazione ed altre istituzioni monetarie. L'eccedenza rispetto ai bisogni della circolazione era tale che per un buon terzo (circa 7 miliardi di dollari su 22 miliardi circa posseduti dagli Stati Uniti) esso giaceva colà sterilizzato, cioè senza servire da copertura della circolazione. Nel 1940 gli Stati Uniti hanno importato oro più di ogni altro paese, e precisamente per 4.351 milioni di dollari, ciò che rappresenta più del triplo del nuovo oro monetario.

Nel periodo 1929-39 la quantità di oro monetario esistente negli Stati Uniti crebbe da 200 a 500 milioni di onces, mentre la quantità esistente fuori di quel paese diminuì da 400 a poco più di 300 milioni. Nello stesso periodo il valore delle scorte auree negli Stati Uniti crebbe da 4 a 18 miliardi di dollari (col valore dell'oro di dollari 20,67 per oncia nel 1929 e di circa 85 dollari nel 1939), ma, il valore dell'oro monetario in tutti gli altri paesi crebbe solo da 8 a 11 miliardi di dollari. Dell'incremento di 14 miliardi di dollari vanno attribuiti circa 3 all'apprezzamento delle scorte monetarie possedute nel 1934, quando vi fu la svalutazione del dollaro. Circa 1 miliardo provenne dalla produzione aurifera interna, mentre circa 10 miliardi di dollari furono acquistati da altri paesi, per cui si parla di una valanga di oro (1). Tale «valanga» si spiega in gran parte con la fuga dei capitali, specialmente dall'Europa, in cerca di un rifugio ritenuto sicuro, ed in parte minore (comunque solo dopo il 1937) con la bilancia dei pagamenti attiva degli Stati Uniti per merci e servizi venduti all'estero e con l'ammortamento di debiti.

Come l'anno 1942 fu un anno memorabile perché la produzione mondiale dell'oro subì una notevole contrazione, così esso segnò un evento importante nella politica dei movimenti dell'oro negli Stati Uniti. Infatti in quell'anno, per la prima volta dal 1931, l'oro monetario detenuto da quel paese non ha subito aumento, bensì una perdita, benché relativamente tenue (10 milioni di dollari).

esportazione di capitali. L'accostamento si capisce perché non è il caso di porre le riserve in rapporto al volume di circolazione. Però va pure riconosciuto che si tratta di un metodo di calcolo rudimentale. Supposto infatti che le esportazioni avessero a cessare, le importazioni diminuirebbero parallelamente dato che la Germania è largamente esportatrice di prodotti trasformati.

1) GRAHAM and WHITTLESEY, *Golden Avalanche*, Princeton, 1939. 309

Ben più importante è stata la perdita dell'anno successivo, ammontante a 788 milioni di dollari. Ciò si spiega con due ordini di considerazioni: da una parte vi è da notare che la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti nei confronti dell'America centrale e meridionale era in disavanzo e pare (secondo quanto è riferito nella relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali) che siano stati presi accordi con alcune repubbliche dell'America latina per la conversione in oro dei dollari che esse ricavano sia dagli scambi commerciali sia dal ricupero dei crediti: dall'altra, pur essendo enormemente cresciuta l'eccedenza di esportazioni dagli Stati Uniti verso altri paesi, le disponibilità di oro colà non erano cresciute a cagione dell'applicazione della clausola di «affitti e prestiti» e di altri accordi di credito rientranti nel programma speciale dei provvedimenti bellici.

In base al sistema di «affitti e prestiti» il governo degli Stati Uniti si impegnò verso la Gran Bretagna (1941) a fornire risorse ed aiuti senza obbligare quest'ultima a trasferimento di valute; il sistema conservava però il carattere di prestazione subordinata ad una controprestazione, in quanto prevedeva una qualche restituzione, in natura se non in danaro. Analoghi accordi furono stipulati successivamente con gli Stati Uniti da parte della Cina e dell'U.R.S.S. nonché dai governi rifugiati del Belgio, della Cecoslovacchia, della Grecia, della Jugoslavia, della Norvegia e dell'Olanda. (Si sa che la Gran Bretagna si impegnò poi verso gli Stati Uniti all'applicazione, a titolo di reciprocità, delle condizioni di «affitti e prestiti»; si parlò in tal caso — e nei casi analoghi — di sistema di affitti e prestiti in senso inverso». Il sistema di «affitti e prestiti» fu integrato da quello detto di «aiuto reciproco» ed insieme ad esso equivale ad una messa in comune delle risorse dei belligeranti per un fine comune).

Nel periodo 1941-1945 le riserve auree degli Stati Uniti diminuirono complessivamente di oltre due miliardi e mezzo; ma nel 1946 esse subivano già un aumento che, per importazioni e nuova produzione, ascendeva a circa 500 milioni di dollari.

Benché non sia cosa agevole fare il calcolo preciso della percentuale dell'oro monetario mondiale posseduto dagli Stati Uniti negli anni successivi (soprattutto perché si ignorano talune quote rilevanti, come quella dell'U.R.S.S.) è opinione dei competenti che essa, benché discesa dal livello del 1940, che era del 70%, si sia aggirata ancora intorno al 60%. Ciò dimostra che il problema della «maldistribuzione dell'oro» rimane ancora sul tappeto. Ed anni, è da prevedere che, nei prossimi anni la domanda di beni americani, lungi dall'attenuarsi, si intensificherà ulteriormente e alimenterà ancora i movimenti di oro verso gli Stati Uniti. D'altra parte, la sistemazione definitiva dei conti di «affitti e prestiti» qualunque sia la forma in cui sarà compiuta, non mancherà di rafforzare la posizione degli Stati Uniti come paese creditore e, per altra via, direttamente o indirettamente favorirà il progresso delle disponibilità d'oro in quel paese.

§ 5. - *I rimedi proposti por ovviare alla maldistribuzione dell'oro.*

Ad ovviare alla maldistribuzione un rimedio è necessario, e varie vie sono possibili, senza che l'una escluda l'altra.

Ecco come si presentava il problema al termine della Seconda guerra mondiale:

- a) Innanzi tutto, è da osservare che, con l'allontanarci dalla fine del conflitto, gran parte dell'oro emigrato negli Stati Uniti sta ritornando in Europa, attuando una certa ridistribuzione dell'oro;
- b) inoltre, questa potrà essere ulteriormente promossa mediante i prestiti internazionali in oro, che sarebbero di vantaggio sia agli Stati Uniti sia ai paesi bisognosi di capitali;
- c) infine, dato il ritmo crescente della produzione annua di oro, basterebbe che gli Stati Uniti si impegnassero a non acquistare oro di nuova produzione affinché i paesi che ne sono attualmente sprovvisti potessero entro un periodo relativamente breve di tempo ricostituire le proprie scorte.

Un'osservazione importante deve però essere fatta circa l'attuabilità, di tali soluzioni. Per tutte, e particolarmente per le ultime due, è indispensabile l'accordo fra tutti i paesi interessati. Ma, data la stretta connessione esistente fra la sistemazione del regime monetario internazionale e quella di tutti i rapporti economici fra paesi, è evidente che all'accordo per la prima non si potrà giungere se non con la previa o contemporanea intesa sulle relazioni economiche internazionali in generale.

Il problema dell'oro ci riporta così su di un piano più ampio di quello del sistema monetario: su quello della sistemazione delle relazioni economiche internazionali in generale. Un accenno alle prospettive circa il riassetto monetario mondiale sarà fatto più avanti.

Recentemente si è verificato un notevole mutamento nella ripartizione dell'oro nel mondo. Gli Stati Uniti d'America, pur continuando ad essere di gran lunga i maggiori detentori di oro, registrano sensibili diminuzioni di riserve. All'inizio del 1961 gli Stati Uniti possedevano il 45% delle scorte di oro monetario del mondo (ad eccezione della Russia); approssimativamente la stessa proporzione degli anni 1927-1929. Ma nel periodo tra il 31 dicembre 1957 e il 31 dicembre 1960 le riserve si assottigliarono di 5 miliardi di dollari. Le cause della sfavorevole bilancia dei pagamenti sono varie: spese per la difesa, aiuti ai Paesi arretrati e sottosviluppati, ecc.

In compenso, i Paesi europei hanno visto crescere le loro riserve, come appare dal prospetto che segue, ricavato da «Conjoncture Aprile 1961».

§ 6. – *La moneta-lavoro.*

Supposto che si raggiunga l'accordo di tutti gli interessati per la redistribuzione dell'oro e supposto che l'impiego del metallo sia limitato alla modesta funzione dei saldi nei disavanzi internazionali, siamo ancora ben lungi

dall'aver delineato un sistema monetario internazionale», avente i requisiti della stabilità. Il primo inconveniente da prevedere è il seguente: che, venendo a mancare il meccanismo equilibratore (seconda funzione del sistema aureo), l'oro

SCORTE EUROPEE DI ORO MONETARIO				
Milioni di dollari	Scorte al 1-1-58	Scorte al 30-9-60	Acquisti alla tesoreria S.U.A.	Acquisti sul mercato di Londra
Germania	2.542	2.889	0	— 461
Inghilterra	1.600	2.525	1.250	— 162
Italia	452	1.994	350	1.261
Svizzera	1.706	1.980	355	— 81
Francia	581	1.627	322	790
Olanda	915	1.094	426	— 219
Belgio	744	1.346	130	200

inviato a saldo di disavanzo da un paese all'altro non faccia più ritorno nel primo, generando nuovamente il fenomeno di mala distribuzione. Occorre perciò escogitare nuovi espedienti che assicurino continuità di funzionamento all'oro ridotto a compensare i saldi. Né è da escludere che la difficoltà, di superare quell'inconveniente sia così grave da esigere l'abbandono dell'impiego dell'oro nella maniera indicata e da consigliare che sia escogitata una forma diversa d'impiego (1). Ammessa poi la possibilità che l'oro funzioni solo per saldare i disavanzi, operi cioè più da merce che da moneta, altri problemi di non facile soluzione si prospettano. Merita considerazione il seguente: tolta all'unità monetaria la base metallica (prima funzione del sistema aureo), come sarà regolato il potere d'acquisto della moneta all'interno dei singoli paesi? Indubbiamente si può rispondere così: secondo le esigenze delle varie economie nazionali. Ma la risposta è troppo vaga per poter essere sottoposta ad analisi scientifica. Taluni hanno creduto di poter indicare il criterio di controllo del potere d'acquisto della moneta dicendo che viene sostituita alla moneta-oro la moneta-lavoro. In verità, non si è avuta finora alcuna elaborazione dottrinale che spieghi esattamente il concetto della moneta-lavoro e lo renda accettabile. Secondo alcuni adottare la moneta-lavoro significa basare il potere di acquisto dell'unità monetaria su una data quantità, di lavoro (anziché su una data quantità di oro). Si consideri, ad esempio, la lira: stabilita l'uguaglianza fra la lira e il prodotto di una data quantità di lavoro, poniamo di un'ora di lavoro, tale

1) In questo senso si è espresso anche il BRESCIANI TORRONI, *Introduzione alla politica economica*, Torino, 1942, p. 385 e segg.

uguaglianza, assicurerà il valore della lira, nel senso che la lira acquisterà tanti beni quanti se ne acquistano col prodotto di un'ora di lavoro. Un'altra interpretazione ci presenta la moneta-lavoro come la moneta cartacea che non è convertibile in una data quantità di oro o di altra merce, e il cui valore dipende perciò dalla quantità di merce contro cui può effettivamente scambiarsi sul mercato e, di conseguenza, dalla maggiore o minore efficienza del lavoro.

§ 7 - Osservazioni critiche sulla moneta-lavoro.

Basta un momento di riflessione per indicare tutta la assurdità, della prima concezione. Tutti sanno che per uno stesso tipo di attività la produttività di un'ora di lavoro varia col variare delle svariate categorie di lavoratori. Non si parli poi delle differenze esistenti fra la produttività di un'ora di lavoro per diversi tipi di attività. Chi è in grado di stabilire il rapporto esistente fra la produttività di un'ora di lavoro del manovale e quella di un ingegnere? A parte questo, a base della stessa idea vi è un errore logico, che rivela un infelice circolo vizioso. Supposto pure possibile determinare un'ora di lavoro tipo (ad esempio quella che rende 50 pezzi di un dato prodotto), per potersi parlare di un valore, da assimilare all'unità monetaria, bisogna che l'unità di prodotto abbia già un prezzo (cioè un potere d'acquisto); e poiché i prezzi sono tutti espressi in moneta si viene dunque a ritenere già esistente il valore della moneta, che invece si vorrebbe stabilire. Né la seconda spiegazione giustifica la nuova denominazione. difficile immaginare un tipo di moneta il cui valore non dipenda dalla maggiore o minore quantità di beni ottenibili e quindi dal grado di efficienza del lavoro; infatti, questo concetto è implicito nella definizione stessa di valore (potere di acquisto) della moneta, e si applica perciò anche alla moneta-oro. Comunque si pensi della questione terminologica, necessario ribadire l'idea che il vero problema monetario è meno di denominazione quanto di politica monetaria. In altre parole: venuto meno l'automatismo del sistema aureo si tratta di vedere secondo quale criterio sarà regolata la capacità d'acquisto dell'unità monetaria e, perciò, in primo luogo l'ammontare del medio circolante.

§ 8. - Il gran dilemma della politica monetaria: stabilizzazione del valore della moneta o stabilizzazione dell'occupazione?

Fra le varie alternative possibili indubbiamente la preferibile è quella di manovrare la moneta in modo da assicurarne il maggior grado possibile di stabilità del valore, e cioè di stabilizzazione dei prezzi. sarebbe assurdo. Imporrebbe un irrigidimento insopportabile della vita economica. Si sa che ogni spostamento della domanda di qualsiasi bene si riflette nell'alterazione dei prezzi rispettivi. Perciò la pretesa di mantenere costanti i singoli prezzi implicherebbe la immobilità nella domanda (e, in gran parte, nell'offerta) dei

singoli beni. Di conseguenza, quando si parla di stabilizzare i prezzi si può intendere solamente mantenere costante il *livello dei prezzi*.

Ma per mantenere costante il livello generale dei prezzi occorre coartarne taluni in un dato senso allorché, per una ragione di carattere non monetario, altri siano mutati in senso inverso. Sicché, mentre alla superficie il livello dei prezzi così manovrati appare costante, le variazioni relative dei singoli prezzi non sono eliminate, anzi sono accresciute. E tali alterazioni sono tanto più intense quanto maggiore è l'area occupata dai prezzi rigidi, perché, essendo più ristretta, la manovra monetaria, gli effetti sui prezzi elastici devono essere più intensi.

Ciò che interessa qui mettere in rilievo è che ogni alterazione di prezzi adottata dalla manovra monetaria, qui brevemente delineata provoca spostamenti di ricchezza da individui a individui e da gruppi a gruppi. Sicché la stabilità, del livello generale dei prezzi non assicura affatto l'inalterabilità della distribuzione della ricchezza. Ed allora è necessario stabilire quale sia il criterio che si intende perseguire. Evidentemente la questione non può essere risolta se non in relazione alle finalità, etiche dell'economia da una parte, e agli obiettivi specifici cui di volta in volta tende la politica economica dall'altra. È prevedibile però che nella manovra diretta a regolare il valore della moneta, particolare considerazione debba essere rivolta al potere di acquisto che l'unità monetaria ha per il lavoratore.

In questo senso forse potrebbe essere denominata moneta-lavoro la moneta inconvertibile, che sia manovrata in guisa da ottenere maggiore stabilità possibile del livello dei prezzi, e che, in caso di conflitto di interessi, non Leda quelli del lavoro. Si adotti o no la denominazione di moneta-lavoro è certo però che il problema della scelta dei criteri della manovra monetaria (che peraltro 315

deve tener conto anche dell'esigenza di adattare i prezzi interni a quelli esteri, od almeno ai prezzi dei paesi coi quali si prevede di proseguire le correnti di traffico), esiste e va affrontato, come ho dimostrato con maggiore ampiezza in altra sede.

Per completare la trattazione è opportuno accennare ad un'altra possibile e plausibile interpretazione della espressione moneta-lavoro. Poiché alla tradizionale concezione della politica monetaria orientata al criterio della difesa delle riserve si è finora generalmente contrapposta quella mirante alla stabilizzazione dei prezzi interni, la prima idea che si presenta chi cerca di dare un contenuto a quella formulazione riguarda appunto la manovra monetaria stabilizzatrice dei prezzi. Ma negli ultimi tempi molto maggiore attenzione ha destato l'idea della stabilizzazione dell'impiego della mano d'opera, che richiede appunto un tipo speciale di manovra monetaria.

Per chi accetti tale idea, la moneta-lavoro assumerebbe un significato diverso da quello or ora prospettato. Invero l'obiettivo della stabilizzazione dell'impiego dal lavoro umano — che è in sostanza la formulazione comprensiva e positiva della eliminazione della disoccupazione — richiede misure ben più vaste, più profonde e più complesse della manovra monetaria. Si tratta di agire sulla spesa della collettività, in beni di consumo e in quelli di

investimento, sull'attività, degli enti pubblici, ecc., in guisa che l'intero sistema economico non accusi flessioni di produzione, di consumo, di investimenti e di risparmio.

Tuttavia, è innegabile che un posto centrale rimane pur sempre affidato alla manovra monetaria. Perciò non è affatto arbitrario tentare di caratterizzare il tipo di politica monetaria facendo riferimento al risultato finale a cui essa tende, in collaborazione con altri strumenti rivolti a quel risultato. Moneta-lavoro, secondo questa moderna direttiva della politica economica, servirebbe a designare la moneta inconvertibile regolata in modo da consentire un elevato e stabile livello di impiego del lavoro.

CAPITOLO XVII.

IL RIASSETTO MONETARIO MONDIALE

§ 1. - I due compiti principali del riordinamento monetario internazionale.

Nel quadro della ricostruzione economica a cui il mondo intero si accinse appena terminato il conflitto mondiale, un posto di prim'ordine fu riservato al riordinamento valutario, che doveva essere collocato su basi idonee a favorire la ripresa e lo sviluppo dello scambio di beni e di capitali.

L'esperienza che si ricava dai disordini monetari e dagli squilibri commerciali, che accompagnarono la vita economica mondiale per un buon tratto del ventennio fra le due guerre, additava il compito ricostruttivo nel conseguimento di:

- a) un sistema di cambi stabili (almeno in senso relativo) e
- b) il mantenimento di un volume di credito sufficiente per il commercio internazionale.

La stabilità dei cambi è infatti condizione che favorisce potentemente i rapporti economici fra paesi; e le facilitazioni creditizie, se in modo particolare giovano ai paesi meno dotati di risorse, servono ad attivare gli scambi nell'interesse generale.

Agli studiosi di economia politica incombe di indagare se ed in quali limiti il duplice compito sia realizzabile, ed in particolare se sia realizzabile mediante il ristabilimento del sistema aureo internazionale. Il quesito ripropone, sotto forma diversa, il problema dell'oro:

- Sono da ritenere cessati i fattori che negli ultimi anni ostacolarono il funzionamento del sistema aureo?
- In caso contrario, possono essere eliminati mediante puri e semplici espedienti monetari?
- Non si impone piuttosto una radicale trasformazione del sistema aureo, che tenga conto, ed anzi si adatti alle ineluttabili caratteristiche strutturali dell'economia mondiale contemporanea?

Più che compiere siffatta indagine in termini generali ed astratti si palesa opportuno e conveniente prendere in esame alcune idee che hanno trovato espressione concreta nei progetti di riordinamento monetario discussi negli ultimi anni. Generalmente essi vengono presentati come schemi di ripristino del tallone aureo; in realtà l'esame attento delle principali disposizioni conduce a diversa conclusione.

Grande interesse hanno destato nella stampa di tutti i paesi i progetti monetari anglosassoni, l'uno inglese, elaborato dal noto economista J. M. Keynes e l'altro americano, dovuto al White, che, se non sono qui sottoposti ad esame sistematico, che esorbiterebbe dai limiti della trattazione, offrono l'occasione all'approfondimento del problema monetario internazionale del dopoguerra.

Nelle pagine che seguono si tenterà di far emergere con la maggior chiarezza possibile le questioni che necessariamente si presentarono quando si trattò di fissare l'assetto monetario mondiale e dovettero essere fronteggiate con la scelta del tipo dei progetti che apparisse preferibile.

Le considerazioni che faremo mirano perciò ad avere validità generale e non limitata ai due piani in esame, che rappresentano solo il motivo occasionale della disamina.

§ 2. - I piani monetari anglo-sassoni: Piano Keynes e piano White.

Il progetto inglese, legato al nome di J. M. Keynes, allora addetto al Tesoro britannico come consulente del Ministro delle Finanze, propone un sistema di compensazione plurilaterale (International Clearing Union). Ad esso i vari paesi sarebbero chiamati a partecipare per quote, da stabilirsi in relazione al volume del commercio estero di ciascuno, e precisamente in ragione del 75% della media degli ultimi tre anni precedenti all'ultima guerra. La compensazione dei crediti e debiti fra i paesi partecipanti, da affidarsi ad una costituenda, banca internazionale (cassa di compensazione), sarebbe compiuta impiegando una nuova unità di conto puramente nominale, denominata *bancor*. Questa sarebbe basata sull'oro, ma non con un rapporto fisso bensì con un rapporto variabile in guisa da rimanere indipendente dalle oscillazioni del valore dell'oro. La banca accetterà oro in cambio di accreditamenti in *bancor*; invece non rilascerà oro in cambio di *bancor*.

Evidentemente, la limitazione di convertibilità è diretta ad impedire che un'eventuale corsa all'accaparramento di oro eserciti influenza deflazionistica sugli scambi internazionali. Infatti, il sistema di compensazione sarebbe chiamato in definitiva ad agire da regolatore supremo degli scambi. L'organo direttivo potrà giungere a ridurre le quote degli stati partecipanti quando avesse a manifestarsi un eccesso di potere di acquisto sul mercato internazionale, e potrà riportarle al livello primitivo nel caso contrario.

Le singole monete saranno agganciate al *bancor*, ma le rispettive parità potranno subire dei ritocchi, come sarà detto più avanti.

Secondo il progetto americano si tratterebbe di costituire un fondo di stabilizzazione internazionale (International Stabilization Fund). Ad esso parteciperebbero i vari paesi per quote, da fissarsi secondo una formula comprensiva delle riserve auree di ciascun paese, dell'ampiezza delle oscillazioni della bilancia dei pagamenti internazionali e del dividendo nazionale. A differenza del progetto inglese, quello americano non solo regola le quote in base all'oro posseduto dai partecipanti, ma prevede anche il pagamento in oro di una percentuale della quota rispettiva, ammettendo concessioni a favore dei paesi scarsamente provvisti di metallo giallo. Per le decisioni più importanti del «fondo di stabilizzazione» si richiede la maggioranza di quattro quinti dei voti, e nessun paese può possedere un numero di voti superiore al 25 per cento della totalità.

L'unità di conto internazionale, che dovrebbe permettere il funzionamento del fondo, sarebbe l'*unitas*, avente un rapporto fisso con l'oro; sarebbe uguale cioè a 10 dollari oro, ossia, a 1.371/7 grammi d'oro fino. Data la fissità del rapporto con l'oro, l'*unitas* deve seguire le oscillazioni di valore dell'oro e quindi della produzione di esso e, entro certi limiti, della politica monetaria dei maggiori paesi produttori e possessori di oro. Nessuna limitazione è prevista per il cambio d'oro in *unitas* e di queste in oro. All'unità, di conto internazionale devono essere agganciate le monete dei paesi partecipanti; ma anche qui sono ammessi, benché sotto condizioni determinate, i ritocchi delle parità.

I brevi cenni che precedono sono sufficienti per prospettare qualche considerazione di grande importanza. Che un piano di riordinamento monetario elaborato negli Stati Uniti si proponesse di valorizzare l'oro, era da attendere. Si sa che, nonostante la recente riduzione di acquisto d'oro da parte degli Stati Uniti, non meno del 60% dell'oro mondiale si trovava allora colò; e, anche a voler tener conto di quanto era ancora di proprietà europea, è innegabile che la distribuzione di metallo giallo fra i vari paesi era tale che la repubblica americana del nord rappresentava di gran lunga la maggior interessata all'impiego più ampio possibile dell'oro a scopo monetario. Non desta meraviglia perciò che, mentre il progetto inglese si limitava a fare qualche concessione ai paesi produttori e possessori di oro, e il metallo giallo come una merce adoperabile anche a scopo monetario, senza che però il suo ammontare totale e la sua distribuzione fra i vari paesi influissero sul volume e sulle correnti del commercio internazionale, quello americano assegnava ad esso una funzione ben più importante. Tuttavia, neanche quest'ultimo progetto prevede il ristabilimento del sistema aureo; e ciò richiede una spiegazione. La ricerca di questa spiegazione dovrà condurre, come si vedrà fra poco, a scoprire la radice delle difficoltà che con la elaborazione dei progetti monetari si intendevano superare e ad individuare la direzione nella quale dovranno poi essere orientati gli sforzi per il raggiungimento d'una sistemazione.

Innanzitutto, deve essere precisato in che senso i due progetti non implicano il ristabilimento della funzione essenziale del regime aureo, pur propugnando l'impiego dell'oro e un certo collegamento delle monete all'oro per

il tramite di una unità di conto, a sua volta agganciata all'oro. Ciò richiede innanzi tutto che si richiamino le nozioni essenziali circa il sistema aureo, che furono esposte a suo tempo.

Con uno sforzo di sintesi si può ridurre il funzionamento di esso a tre compiti principali:

- a) conservare l'uguaglianza fra l'unità monetaria ed una determinata quantità d'oro Ino;
- b) assicurare la stabilità dei cambi;
- c) permettere di saldare direttamente con invio di oro i disavanzi internazionali, nei casi in cui il meccanismo tipico del sistema è parzialmente arrestato (Parte seconda, cap. VI).

§ 3. - I piani monetari e il ristabilimento del sistema aureo.

Ai fini della presente indagine occorre prendere in particolare considerazione in che modo viene garantita la stabilità dei cambi.

Poiché le monete dei vari paesi aderenti al sistema corrispondono ad un dato peso di oro fino, sono fra loro convertibili secondo rapporti determinati, espressi dalle parità cambiarie. Affinché le parità restino inalterate si richiede però che fra i prezzi all'interno dei singoli paesi esista una certa relazione, in virtù della quale le bilance dei pagamenti internazionali rispettive si trovino in equilibrio. Se, per una ragione qualsiasi, i pagamenti da eseguire all'estero da un paese superano i pagamenti da ricevere dall'estero (o viceversa), questo squilibrio si riflette nel corso dei cambi. Senonché, in virtù del meccanismo dei movimenti dell'oro, il corso dei cambi tende a ritornare alla parità.

Schematizzando al massimo grado i procedimenti dei pagamenti internazionali e delle ripercussioni rispettive, si può dire che il meccanismo opera così: l'uscita dell'oro dai paesi debitori determina la riduzione del medio circolante nel paese da cui parte, e questa a sua volta ha per conseguenza la riduzione dei redditi globali nominali e l'abbassamento dei costi e dei prezzi, di guisa che l'esportazione di merci e servizi viene ad essere incoraggiata mentre risulta ostacolata l'importazione. L'effetto tende ad essere secondato dagli eventi esattamente opposti che si verificano nei paesi in cui l'oro affluisce. Ridotte così le partite di debito, e favorite quelle di credito, il paese considerato vede arrestarsi l'uscita dell'oro ed anzi determinarsi il movimento dell'oro in direzione opposta, sicché dopo un periodo più o meno lungo le sue scorte auree sono ricostituite, la bilancia dei pagamenti ritorna in equilibrio e il corso dei cambi si riporta alla parità.

Generalmente si dice che tale meccanismo opera automaticamente, ma si tratta di formulazione inesatto. In realtà, affinché i movimenti dell'oro esercitino l'effetto descritto si richiede l'osservanza di un certo codice di norme da parte di tutti i paesi aderenti al sistema, che sono chiamati a secondare, mercé gli strumenti della politica monetaria e creditizia (manovra dello sconto, operazioni

sul mercato aperto, ecc.), l'azione degli spostamenti del metallo. È certo però che il corso dei cambi rappresenta il punto centrale del meccanismo stesso.

Non appena i cambi si allontanano dalla parità, e provocano lo spostamento dell'oro occorre che le autorità monetarie entrino in azione per attuare quell'alterazione nella struttura dei prezzi e dei costi interni che favorisca il ritorno alla parità. In questo senso la stabilità, dei cambi rappresenta il criterio decisivo della politica monetaria. Il valore della moneta in termini di altre valute (il valore esterno della moneta) ha il predominio sulla capacità di acquisto della moneta all'interno. Infatti, una volta verificatosi uno squilibrio nella bilancia dei pagamenti, ciò che viene sacrificato non è il corso dei cambi, bensì il potere di acquisto interno della moneta e con esso l'andamento della produzione. La compressione dei prezzi e costi, cui fa ricorso il paese debitore, riduce il livello dei salari, provoca disoccupazione, ecc.; mentre la condotta del paese creditore dà luogo all'espansione di medio circolante, all'aumento dei prezzi, all'accrescimento della produzione, ecc.

Un istante di riflessione basta per mostrare che il meccanismo equilibratore insito nel sistema aureo, lungi dall'essere automatico (si è visto or ora che si richiede il consapevole comportamento fiancheggiatore delle autorità, monetarie), esige anche delle condizioni obbiettive favorevoli, senza le quali non può funzionare. Se, infatti, gli organi monetari dei paesi debitori, nello sforzo di abbassare il livello dei prezzi interni, urtano contro la rigidità di prezzi e di costi, ovvero nello sforzo di incrementare le esportazioni urtano contro le barriere doganali dei paesi creditori, è ovvio che il mutamento di direzione delle correnti di oro non possa verificarsi. Le scorte auree dei paesi debitori si assottigliano al punto da scendere e mantenersi al di sotto della percentuale minima e la parità, aurea deve essere da loro abbandonata. D'altra parte, l'afflusso ininterrotto di metallo nei paesi creditori induce gli organi monetari a desistere dalla continua espansione di medio circolante, che porterebbe inevitabilmente all'inflazione. Di conseguenza vengono a mancare tutti i correttivi capaci di addurre alla redistribuzione dell'oro in proporzione alla potenzialità economica delle varie economie nazionali, e cioè vengono a mancare le possibilità, di funzionamento del sistema aureo.

Queste astratte considerazioni trovano la loro conferma negli eventi che nel corso degli ultimi anni condussero al crollo del regime monetario aureo. Pur senza sminuire il peso esercitato da cause di indole tecnica (come le deficienze del sistema detto del «cambio aureo» introdotto dopo la prima guerra, e come le ripercussioni sfavorevoli sulla continuità scambi commerciali delle parità scelte da talune monete col ritorno all'oro), ovvero di ordine contingente (come i pagamenti dei debiti e delle riparazioni di guerra), è innegabile che la caduta del tallone aureo fu cagionata essenzialmente dal conflitto fra le esigenze del comportamento imposto dai movimenti dell'oro, da una parte, e quelle delle reali condizioni delle singole economie nazionali.

La rigidità di costi e prezzi (salari fissati con contratti collettivi di lunga durata, prezzi di cartelli, ecc.) impedì ai paesi debitori di attuare le alterazioni

necessarie per arrestare l'uscita di oro, incoraggiandoli sulla via della introduzione di forme più o meno complicate di controllo dei cambi. Nei paesi creditori, fatti segno al crescente afflusso di metallo, che doveva poi essere sterilizzato, fu ostacolo alla condotta che avrebbe alleggerito la bilancia dei pagamenti dei paesi debitori la protezione doganale, che venne anzi inasprita proprio nei periodi critici. (Esempio tipico a questo riguardo è la politica monetaria degli Stati Uniti dopo il 1933).

§ 4. - I piani monetari e la stabilità dei cambi.

Ora, è tempo di tornare ai progetti monetari per precisare in che senso si allontanino dal meccanismo essenziale del sistema aureo. Bisogna concentrare l'attenzione sul modo con cui essi si propongono di eliminare gli eventuali squilibri delle bilance dei pagamenti dei vari paesi. Si è già detto che entrambi prevedono ritocchi dei cambi; si può ora aggiungere che, mentre il piano inglese lascia un margine relativamente ampio di possibilità, di tali mutamenti (specialmente nei primi cinque anni di applicazione del sistema di compensazione), quello americano invece esige per ogni ritocco dei cambi una decisione del «fondo di stabilizzazione» con la maggioranza dei quattro quinti dei voti.

Naturalmente le alterazioni delle parità, cambiarie sono previste quali misure da consentire all'uno o all'altro paese partecipante come rimedio estremo nel caso di gravi squilibri nella sua bilancia dei pagamenti. Per ovviare a squilibri di carattere transitorio è sufficiente l'impiego dei soliti espedienti di cui si è arricchita la pratica dei fondi di stabilizzazione dei cambi (acquisto e vendita di oro, di valute, di titoli), espedienti che, con l'adozione dei progetti, verrebbero applicati su scala ben più ampia di quella permessa agli istituti di stabilizzazione finora esistenti. Inoltre, mezzi repressivi sono pure predisposti allo scopo di impedire o di eliminare squilibri che possono assumere una certa gravità: sono infatti stabiliti dei limiti massimi del passivo o dell'attivo a cui nel sistema di compensazione può giungere ciascun paese, oltrepassati i quali limiti vengono applicate sanzioni adeguate a carico del responsabile per indurlo ad adottare le misure necessarie al ritorno all'equilibrio. In determinati casi l'organo internazionale ha il compito di suggerire i provvedimenti da adottare: ai paesi creditori l'espansione del credito o altre misure suscettibili d'accrescere i redditi nominali, l'abbassamento dei dazi protettivi e l'eliminazione di ogni altro ostacolo alla importazione, l'estensione di investimenti esteri; ai paesi debitori le misure opposte, dirette al miglioramento della posizione della bilancia dei pagamenti internazionali.

Tutto ciò considerato — e salvo quanto si dirà più avanti circa queste altre maniere di operare per l'eliminazione degli squilibri delle bilance commerciali — deve essere messa in particolare rilievo l'ammissione delle alterazioni dei cambi quale strumento per far fronte agli squilibri, in quanto essa significa l'abbandono della preminenza della stabilità dei cambi, caratteristica del sistema

aureo. È ben vero che anche quando era in vigore il sistema aureo internazionale un paese che non riusciva a porre in ordine la propria posizione finanziaria ed economica internazionale faceva ricorso alla svalutazione monetaria, senza per questo abbandonare e tanto meno provocare la caduta del sistema stesso. Ma l'esperienza ha dimostrato quanto pericoloso fosse il procedimento, in quanto suscettibile di dar luogo a ritorsioni. D'altra parte, dal punto di vista tecnico è facile osservare che la svalutazione, se offre il mezzo di superare per un certo tempo le difficoltà, di una bilancia deficitaria, non ha efficacia equilibratrice fino a quando non vengano eliminate le cause profonde dello squilibrio. Precisamente questa considerazione ci conduce al cuore della questione.

Abbiamo ora constatato che, rinunciando alla stabilità, dei cambi, in favore delle alterazioni di essi quali strumenti per ricondurre l'equilibrio nei pagamenti internazionali, i progetti monetari si allontanano dalla via segnata dal sistema aureo. Se ora ci domandiamo perché nel momento in cui si cerca di ripristinare su vasta scala l'uso dell'oro a scopo monetario, si evita di proporre un ordinamento capace di dare il più ampio sviluppo all'impiego del metallo giallo, troviamo subito la spiegazione: i progetti devono evidentemente essere partiti dalla constatazione che ormai non esistono più le condizioni obiettive favorevoli al funzionamento del tradizionale regime aureo. La sfiducia nell'efficacia dei movimenti spontanei di oro li ha indotti a legittimare le alterazioni delle parità monetarie, che furono sempre riguardate, come l'estremo rimedio, da adottarsi in casi eccezionali, sotto pena di minare progressivamente le basi del sistema, i cui principali vantaggi erano appunto connessi con la stabilità dei cambi.

§ 5. - L'insufficienza dei piani monetari anglo-sassoni.

Se si riflette ora che le modifiche delle parità monetarie sono espedienti temporanei e non già rimedi definitivi, bisogna interpretare la proposta come mirante ad offrire un complemento alle imprescindibili misure di adeguamento del livello dei prezzi e dei costi, richieste per ristabilire l'equilibrio. In altre parole: la svalutazione monetaria potrà recar sollievo al paese deficitario, ma fino a quando non si sarà modificato il livello di prezzi e costi, esso rimarrà sempre esposto al ripresentarsi dello squilibrio. analogamente: l'aumento del valore esterno della moneta di un paese costantemente creditore potrà agire nel senso di ridurre le partite attive col favorire le importazioni e ostacolare le esportazioni, ma se la causa dell'eccedenza di credito è negli ostacoli alle importazioni di merci e servizi è difficile evitare il ripresentarsi della situazione deprecata.

Qui appare il punto cruciale dell'intera questione, che sembra essere sfuggito, o per lo meno non essere stato sufficientemente considerato, dai compilatori dei progetti. La rigidità, di prezzi e costi all'interno e le limitazioni al commercio internazionale (dazi, ecc.) non cessano di essere ostacoli ai movimenti equilibratori solo perché sono fiancheggiati dai ritocchi alle parità monetarie.

Ammessso che le autorità, monetarie del paese debitore per eliminare lo squilibrio internazionale stabiliscano, d'intesa con l'organo internazionale di compensazione, di procedere alla riduzione di costi e prezzi interni, siamo sicuri che la decisione non urterà contro la resistenza delle organizzazioni di lavoratori, decise a mantenere il livello dei salari? Siamo poi sicuri che la contrazione degli affari e la disoccupazione, che necessariamente derivano da tale azione, non ledano in quel dato momento interessi vitali dell'economia del paese in questione? Considerazioni analoghe possono farsi per le misure a cui sarebbe chiamato il paese creditore, misure implicanti effetti diversi ma pur sempre aventi notevoli conseguenze sullo svolgimento della vita economica del paese stesso.

Pertanto, le misure escogitate dai due progetti, che pure utilizzano i risultati dell'esperienza delle compensazioni internazionali finora praticate in Europa e dei fondi di conguaglio dei cambî, che hanno largamente operato in molti paesi, lasciano tuttora aperto il problema centrale dell'ordinamento monetario internazionale. I fattori profondi che hanno reso impraticabile il regime aureo, e soprattutto la rigidità dei salari, necessitata dalla tutela economica delle classi lavoratrici, la rigidità, dei prezzi, dovuta ai mutamenti strutturali delle unità produttive (prevalenza dei costi fissi sui costi variabili e conseguente sviluppo delle concentrazioni monopolistiche, dei consorzi, ecc.), l'inasprimento della politica commerciale, non sempre giustificabile in vista delle pacifiche relazioni economiche internazionali, ma non di rado strumento in. sostituibile di protezione d'interessi vitali delle economie nazionali, tali fattori sembrano richiedere una trasformazione del sistema di rapporti monetari internazionali più profonda di quella che sostituisce al meccanismo spontaneo dei movimenti dell'oro la possibilità d'alterare le parità monetarie.

La soluzione delle difficoltà che qui sono state prospettate in relazione ai progetti indicati, ma che si impongono a qualsivoglia altra sistemazione che possa essere proposta, va ricercata in due direzioni:

- a) da una parte si tratta di coordinare all'interno dei vari paesi l'azione delle autorità monetarie con gli enti e gli organi capaci di influire con efficacia sul livello dei salari e dei prezzi, evitando così le tensioni sociali, sempre dannose alla compagine economica nazionale;
- b) dall'altra occorre dare ai singoli paesi la sicurezza che i provvedimenti, le misure, gli espedienti suggeriti od attuati dall'organo internazionale si propongono di conciliare le esigenze dell'equilibrio nei rapporti commerciali mondiali con le esigenze di sviluppo delle economie nazionali.

Un passo importante verso questa direzione è stato compiuto con le cosiddette istituzioni di Bretton Woods, cioè il Fondo monetario internazionale e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, a cui fu data vita nella conferenza monetaria internazionale tenutasi a Bretton Woods nell'estate del 1944, con la partecipazione dei rappresentanti di 44 paesi.

§ 6. - *La stabilizzazione delle valute-chiavi.*

Prima di passare all'esame e alla critica del sistema di relazioni monetarie internazionali instaurate con gli accordi di Bretton Woods, è opportuno far cenno di un'altra alternativa che è stata proposta mentre erano in discussione i piani Keynes e White. La preminenza degli Stati Uniti e della Gran Bretagna nell'economia mondiale, la circostanza che più della metà dell'attività economica del mondo spetta appunto agli Stati Uniti e all'Inghilterra e che i due terzi, forse i tre quarti degli scambi internazionali si svolgono nelle valute dei due paesi, ha suggerito di propugnare la stabilizzazione del dollaro e della sterlina lasciando ai rimanenti paesi di ancorare la propria moneta all'uno o all'altra. Di qui il piano della stabilizzazione delle valute-chiavi.

Tale soluzione offrirebbe il vantaggio della stabilità delle cosiddette valute-chiavi, mentre darebbe una certa libertà di movimento ai paesi minori, ai quali sarebbe consentito di scegliere quel legame col dollaro o con la sterlina che meglio corrisponda alle interne condizioni economiche ed eventualmente di variarlo a seconda del bisogno. Della Russia non si fa menzione in questo assetto, essendo considerata come unità economica a parte con scarsi rapporti commerciali e monetari col resto del mondo.

La considerazione fondamentale su cui si basa la proposta di stabilizzare le valute-chiavi riguarda evidentemente la differente posizione, rispetto al valore esterno della moneta, in cui si trovano i paesi con differente volume di commercio estero in rapporto al commercio interno.

I paesi il cui volume di importazione e di esportazione, benché elevato, è relativamente esiguo rispetto alla produzione e ai traffici interni, hanno interesse a regolare soprattutto il valore interno della moneta per controllare l'espansione o la depressione, secondo i casi, non potendo ripromettersi grandi effetti dai mutamenti nella quotazione dei cambi. Al contrario, i paesi che hanno un interesse vitale al commercio estero si giovano notevolmente della possibilità di modificare il corso dei cambi. Non è già, che essi preferiscano la continua oscillazione dei cambi; in condizioni normali beneficiano anch'essi della stabilità dei cambi. Ma, allorché ad esempio la caduta dei prezzi mondiali minacci di paralizzare il loro commercio internazionale, può loro offrirsi, come utile strumento di protezione contro la depressione, una manovra di deprezzamento del cambio. La scarsa rilevanza di questi paesi rispetto all'economia mondiale fa sì che il provvedimento non sia fattore di disturbo.

Su questo differente atteggiamento delle varie economie nazionali rispetto alla stabilità dei cambi è fondata la proposta di stabilizzare le valute-chiavi. Essa fa pensare subito alla situazione di fatto esistente negli anni immediatamente precedenti alla Seconda guerra mondiale, allorché la stabilità del dollaro e della sterlina era assicurata con le consultazioni dei rispettivi Fondi di stabilizzazione e intorno alla sterlina viveva la cosiddetta area della sterlina (i Domini, i paesi scandinavi, alcuni paesi dell'America latina), come intorno al dollaro si era formata l'area del dollaro.

Il richiamo storico fa vedere il primo dei lati deboli della proposta. La recente esperienza ci insegna che la formazione dei blocchi monetari è suscettibile di essere accompagnata da misure discriminatrici, come le preferenze nel campo delle importazioni ed esportazioni ed i vincoli delle divise, cioè da misure che oggi si vorrebbero non veder più ritornare.

In secondo luogo, un sistema monetario funzionante sotto il diretto influsso di due grandi paesi non sarebbe a lungo andare accetto ai piccoli paesi, che non avrebbero alcuna voce nelle decisioni che pur li riguardano da vicino.

Infine, è dubbio che l'Inghilterra, a carico della quale si sono accumulate durante la guerra enormi partite di sterline a credito dei Dominî e dell'India, riesca a mantenere inalterata la quotazione della sterlina. Il prestito dei tre miliardi e 750 milioni di sterline accordato dagli Stati Uniti indubbiamente servì ad alleggerire la sua posizione debitoria e ad esonerarla dall'inasprire le restrizioni alle importazioni da paesi non appartenenti all'area della sterlina; ma, pur essendo stato accompagnato da altri accordi e reciproci impegni, non bastò a porre le condizioni preliminari per riportare all'equilibrio la bilancia dei pagamenti della Gran Bretagna e per stabilizzare il cambio della sterlina.

Questi vari motivi teorici e pratici di debolezza hanno fatto abbandonare la proposta relativa alle valute-chiavi. Con gli accordi di Bretton Woods si sono gettate le basi di un sistema di collaborazione monetaria, di cui si esaminano qui le linee fondamentali alla luce della teoria economica.

CAPITOLO XVIII.

GLI ACCORDI DI BRETTON WOODS

§ 1. - Il Fondo Monetario Internazionale.

L'idea centrale a cui si ispirano le istituzioni di Bretton Woods e specialmente il Fondo Monetario Internazionale è di ripristinare la convertibilità delle monete fra loro, espresse in termini di oro, di facilitare il ritorno al commercio plurilaterale e di raggiungere la stabilità dei cambi. Ma, anziché amarsi al meccanismo automatico del sistema aureo ovvero alla funzione direttrice di due monete-chiavi, dà largo campo alla continua consultazione fra i rappresentanti degli Stati aderenti, alla concessione di crediti a paesi che si trovano in difficoltà quanto alla bilancia dei pagamenti, all'attuazione, di comune accordo, di modifiche alla parità dei cambi.

Il F.M.I. è una delle tre strutture ideate in questo dopoguerra per assicurare la collaborazione economica internazionale. Esso è concepito come l'istituzione chiamata ad attuare delle norme di condotta monetaria dotate di una flessibilità che mancava al sistema aureo e al tempo stesso capaci di dare una disciplina da rispettarsi dai Paesi partecipanti.

La Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo è l'organismo cui viene affidato il compito di mobilitare il capitale dei Paesi ricchi per avviarlo a mettere in valore le risorse naturali delle economie meno progredite.

A queste due istituzioni doveva aggiungersi l'Organizzazione Internazionale del Commercio col compito di stabilire un codice di condotta commerciale nei rapporti internazionali: ma gli sforzi dei promotori ebbero un successo solo parziale, che portò alla formazione dell'Accordo Generale sulle Tariffe e il Commercio: General Agreement Tariff and Trade (G.A.T.T.), che solo recentemente ha avuto un certo sviluppo, come si dirà più avanti.

Venendo ad un'analisi più precisa, si può affermare che il Fondo mirar ad una finalità immediata e ad un compito permanente.

La prima consiste nel fissare, di comune accordo coi paesi interessati, le quotazioni dei cambi, col proposito di evitare gli inconvenienti dell'azione non concertata né coordinata di ciascuno di essi, quali si ebbero a lamentare dopo la Prima guerra mondiale. Il compito permanente sta nel contenere entro i più ristretti limiti possibili le oscillazioni del corso dei cambi; ovvero, se si vuole usare un'espressione più comune, nel perseguire la stabilizzazione dei cambi.

La finalità, immediata e il compito permanente tendono entrambi al riassetto dei rapporti economici fra i vari paesi, che sono in crisi da quando si produsse quel crollo del sistema aureo, di cui si è parlato più volte nella presente trattazione. I disturbi del commercio internazionale cagionati dalla Seconda guerra mondiale non hanno fatto che aggravare la disgregazione del sistema. Ancora al termine della guerra, negli scambi fra paesi non si era riusciti a superare il bilateralismo, che vincola il paese A esportatore in B ad importare da B; che blocca le divise pagate da B per le merci importate da A, in modo da non poter essere usate per le importazioni di A da altri paesi; che esige l'equilibrio della bilancia dei pagamenti per ogni coppia di paesi. Ciò è ad un tempo effetto e causa del fatto che le monete di un gran numero di paesi non godono di quel prestigio che le renda facilmente permutabili nelle altre: di qui la distinzione fra *hard currencies* e *soft currencies* (monete forti e monete deboli). Con gli accordi di Bretton Woods si è inteso stabilire un ordinamento che ripristinasse lo scambio multilaterale, la permutabilità delle monete e la stabilità dei cambi.

Il Fondo è un serbatoio di divise, che sono fornite dagli Stati partecipanti secondo le quote attribuite a ciascuno (in milioni di dollari): Stati Uniti: 3.175; Inghilterra: 1.800; Russia: 1.200 (la Russia, non ha ratificato l'accordo e perciò è rimasta fuori del Fondo); Cina: 600; Francia: 450; ecc. All'Italia, è stata assegnata la quota di 180 milioni di dollari (1).

Di tali quote bisogna versare in oro o in dollari il 25%; ovvero si può

1) le quote sono state successivamente aumentate. Attualmente quella dell'Italia è di 270 milioni di dollari; ed è troppo bassa in rapporto allo sviluppo realizzato recentemente dalla nostra economia e dalla sua apertura verso il resto del mondo. Perciò l'Italia ha chiesto che venisse raddoppiato. Dei Paesi appartenenti alla Comunità Economica Europea, la Francia ha

versare il 10% delle scorte di oro e di dollari possedute.

I paesi aderenti si impegnano a rifuggire dalla svalutazione monetaria come arma di concorrenza. E, in tanto sono in grado di vincolarsi a tale condotta, in quanto il Fondo garantisce di venire loro in aiuto in caso di bisogno (e altrettanto promette loro la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, sorta pure, come si è detto, dagli accordi di Bretton Woods, la quale attende ai finanziamenti a lungo termine).

Si possono stabilire tre tipi di aiuti, a seconda della loro intensità.

1) Se un paese membro va soggetto ad uno *sbilancio puramente temporaneo*, ad esempio, a causa dell'improvviso venir meno di un mercato di sbocco per motivi transitori, ovvero a causa di una raccolta agraria sfavorevole, il ricorso al credito presso il Fondo lo aiuta ad uscire dalla difficoltà, risparmiandogli di affrontare un laborioso e faticoso processo di adattamento.

La misura in cui i paesi membri possono beneficiare di crediti è in relazione alla quota di partecipazione rispettiva, che a sua volta è fissata in rapporto al volume del commercio estero. Disposizioni tassative quanto al volume dei crediti ottenibili in un anno, all'ammontare totale dei crediti a cui ogni paese membro può aspirare, alla garanzia che deve essere offerta al pagamento di una tassa (saggio di remunerazione), che è progressiva in ragione del progredire dei crediti e della durata, impediscono che della concessione di crediti si faccia abuso. Il Fondo può rifiutare di accordare crediti quando è di opinione che il paese richiedente intenda servirsene a scopi contrari alla finalità, del Fondo. In ogni caso però può ammonire i paesi-membri se le condizioni economiche rispettive tendono a provocare seri disturbi nella bilancia dei pagamenti.

2) Se invece il paese accusa uno squilibrio fondamentale, che si manifesta nella pressione deflazionistica dei prezzi internazionali sui prezzi e costi interni, allora può valersi del rimedio della variazione del cambio. Si richiede solo che ne informi il Fondo, senza neanche attendere l'approvazione se la modifica della parità non eccede il 10%. È necessaria l'approvazione del Fondo se la variazione eccede il 10%. E il Fondo non la negherà, qualora sia convinto che si tratti di misura indispensabile per correggere uno squilibrio fondamentale. Ciò significa che il Fondo non imporrà che i prezzi e i redditi interni siano adattati al cambio, ma accetterà che il cambio sia adattato alla struttura di prezzi e redditi interni.

Vi è chi critica apertamente quella concessione definendola demagogica e pregiudizievole al funzionamento del Fondo e allo sviluppo delle relazioni

la quota di 787,5 milioni; In Germania pure di 787,5 milioni, il Belgio di 387,5 milioni, l'Olanda di 412 milioni, il Lussemburgo di 13 milioni. Il totale delle quote è di 15.907,4 milioni di dollari, di cui 8.288,6 milioni versati in oro e 10.078,8 milioni versati in monete dei paesi partecipanti. L'interesse dell'Italia a vedere aumentata la quota dipende dal fatto che la possibilità di attingere al fondo in caso di disavanzo è commisurata, per ogni Paese, alla dimensione della quota.

commerciali internazionali, in quanto legalizza la rigidità delle economie nazionali. Secondo questa opinione sarebbe opportuno che il Fondo avesse il potere di imporre l'adattamento di prezzi e costi all'andamento dei cambi. In tal modo ogni paese potrebbe invocare l'autorità di un organismo internazionale per rompere la rigidità, dei prezzi e dei salari, che rappresenta l'ostacolo ai movimenti delle forze economiche.

Altri manifesta, un certo scetticismo in quanto il Fondo non solo non impone ma non agevola neppure il riprodursi della flessibilità della struttura economica del paese, nulla mette in opere per rendere realizzabile la condizione essenziale di qualunque sistema monetario derivato dall'oro e in genere di qualunque sistema che persegua l'obiettivo della stabilità, di potere di acquisto all'estero e potere di acquisto all'interno: la libertà delle esportazioni e delle importazioni.

Entrambe queste critiche partono dal concetto che il compito del Fondo sia quello di riportare l'economia mondiale all'automatismo degli aggiustamenti delle bilance dei pagamenti. Tale veduta è evidentemente inesatta. Il Fondo non mira a realizzare un sistema monetario internazionale ancorato all'oro in senso tradizionale. Esso utilizza, sì, l'oro come termine di riferimento dell'unità monetaria, ma al tempo stesso prende atto che l'attuale struttura delle economie nazionali l'attuale direttiva della politica economica e sociale nei vari paesi sono incompatibili col gioco dei meccanismi tradizionali. Ciò che si è detto sopra per i piani Keynes e White si può ripetere qui: siamo di fronte piuttosto a istituzioni dirette all'abbandono del sistema aureo anziché al tentativo di restaurarlo.

I principî sanciti a Bretton Woods abbandonano deliberatamente il procedimento meccanico del sistema aureo per inaugurare un metodo che si vale del controllo dei pagamenti internazionali, delle correnti di traffico e dei movimenti dei capitali per addurre all'equilibrio l'economia dei vari paesi. In quanto intravedono e ammettono la necessità di una trasformazione delle relazioni economiche internazionali più profonda di quella che sostituisce i ritocchi delle parità monetarie al meccanismo automatico dei movimenti dell'oro, essi rappresentano un progresso rispetto ai piani Keynes e White.

3) Non ogni disturbo nella bilancia, dei pagamenti va superato con la variazione del cambio. Allorché il paese soffre di una cronica condizione deficitaria dei pagamenti, connessa ad una struttura produttiva essenzialmente malsana, occorre affrontare rimedi ben più radicali che la variazione dei cambi. Si tratta di agire allora sull'organizzazione economica per spostare fattori produttivi da alcuni rami e farli affluire verso altri, per razionalizzare, riordinare, affilare metodi produttivi, in modo da migliorare i rapporti dell'economia verso l'estero e avviarla verso l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. In tal caso il controllo dei cambi per selezionare le importazioni ed insieme l'impiego di risorse avute in prestito a lunga scadenza dall'apposita Banca Internazionale per la Ricostruzione è lo Sviluppo (1), si rivelano misure appropriate.

Il Fondo e la Banca si propongono di eliminare le svalutazioni quali armi di concorrenza sleale nel mercato internazionale e, per questa via, favoriscono la

stabilità dei cambi. Ma questa stabilità non va confusa con la rigidità dei cambi, che è propria del *gold standard*. È una stabilità che cede il passo alle variazioni dei cambi in tutti i casi in cui il ristabilimento dell'equilibrio secondo il metodo tradizionale verrebbe a contrastare con le esigenze della politica interna e della politica sociale degli stati membri.

§ 2. - *Critica del Fondo Monetario Internazionale.*

L'abbinamento della ricerca della stabilità dei cambi e della concessione di svalutare la moneta quando nel paese interessato ciò sia ritenuto preferibile al sottoporsi al processo di deflazione ha dato luogo alle maggiori controversie.

L'esperienza degli anni che vanno dalla nuova fase monetaria aperta dalla caduta della sterlina e cioè il fenomeno delle aree della sterlina, del dollaro, dello yen e dei fondi di stabilizzazione dei cambi, rivela la tendenza dei singoli paesi (e gruppi di paesi) a rendersi indipendenti dalle vicende monetarie esterne. Ma rivela pure la tendenza a non accontentarsi di influire sul livello dei prezzi mediante il controllo della moneta e del credito, bensì a perseguire una stabilità più ampia e più profonda, ad attuare una certa coordinazione fra politica monetaria da una parte e politica fiscale, della spesa pubblica del credito, del commercio estero, degli investimenti esteri, dell'agricoltura, del lavoro, dall'altra; ad ottenere cioè non semplicemente la stabilità dei prezzi ma la stabilità economica, che si manifesta soprattutto nella stabilità, di impiego. Al tempo stesso si è venuta estendendo la convinzione che anche sul piano internazionale la stabilità economica e in particolare la stabilità, dell'impiego della mano d'opera disponibile non può non conferire all'ordinato svolgersi degli scambi di merci, di danaro e di capitali.

Gli insegnamenti di questa recente esperienza, ai quali si va orientando la politica economica in tutto il mondo, si riflettono anche nelle clausole del Fondo, che non perseguono il ripristino delle condizioni dell'automatismo ma si sforzano di coordinare le politiche monetarie nazionali in vista della stabilità mondiale. Tanto ciò è vero che, non appena furono perfezionati gli atti per l'istituzione del nuovo organismo, si sentì il bisogno di coordinare il sistema monetario internazionale con la politica commerciale e con la politica dell'occupazione; mediante la istituzione di una Organizzazione mondiale per il commercio estero e l'occupazione (I.T.O.) si spera di gettare le basi di tale coordinazione.

Se questa disamina è corretta è ovvio che non si possa accogliere la critica del Fondo in quanto incapace di ristabilire l'automatismo negli adattamenti delle

1) All'epoca dell'agosto 1957 la B.I.R.S. aveva a sua disposizione circa 9.800 milioni di dollari, provenienti dai diversi apporti di valuta dei suoi membri; oltre 3.000 milioni di tali risorse vennero sottoscritti in dollari e altre valute pregiate. Parte di questo capitale è stato impiegato in prestiti a più di venticinque Nazioni membri della Banca.

strutture dei prezzi dei vari paesi. Piuttosto si può osservare che solo l'esperienza potrà dire se la collaborazione monetaria sarà, realizzata evitandosi i due pericoli: che il predominio di qualche o di alcune potenze leda gli interessi degli Stati minori e che i singoli Stati, gelosi della indipendenza, si sottraggano agli impegni che loro appaiono indesiderabili.

§ 3. - Il problema della «scarsità dei dollari» sul mercato mondiale.

Indubbiamente delle critiche possono essere rivolte all'organizzazione del Fondo, soprattutto dal punto di vista di un paese povero di risorse naturali, con bilancia dei pagamenti deficitaria, con importazioni di imperiosa necessità, ed esportazioni a domanda elastica, con economia fortemente influenzata dal commercio estero ed esposta perciò in modo particolarmente sensibile alle fluttuazioni dei paesi più grandi, con una politica sociale non ancora sufficientemente sviluppata. Se delle critiche devono essere espresse da questo punto di vista, esse devono colpire piuttosto i vincoli entro cui, per altri rispetti, il Fondo costringe i paesi-membri, anziché le concessioni che esso fa loro in materia di politica valutaria.

Così la disposizione che ad abolire entro cinque anni le restrizioni sui cambi, sugli accordi di pagamento, ecc. può essere troppo onerosa. A quell'epoca mancava infatti qualsiasi indizio che alla fine del periodo quinquennale sarebbero cessate le ragioni che esigono manovre valutarie e simili espedienti.

Il potere attribuito al Fondo di effettuare modifiche uniformi nelle parità monetarie di tutti i membri alla sola condizione che le modifiche siano approvate dai membri aventi il 10% del totale delle quote può risolversi nel predominio degli interessi di taluni paesi.

La critica più significativa riguarda la limitatezza delle risorse del Fondo. Mentre nel piano Keynes non vi erano limiti all'indebitamento a cui potessero giungere i paesi membri in conto compensazione, col Fondo di Bretton Woods è stato posto un limite. Essendo gli Stati Uniti l'unico grande paese creditore è da prevedere la minaccia di una permanente scarsità di dollari in quanto molti paesi sono portati a domandare al Fondo crediti in dollari. E poiché gli Stati Uniti pagano le importazioni con dollari al di fuori del Fondo è facile vedere come la quota loro, una volta esaurita, non venga reintegrata (1).

1) Una critica analoga può essere rivolta alla Banca. La scarsità di fondi di cui essa dispone è divenuta tanto manifesta che la Banca stessa ha presentato al Consiglio Economico e Sociale delle Nazioni Unite un rapporto che raccomanda la creazione di una grande società finanziaria internazionale, col compito di fare prestiti alle imprese private nei paesi che non riescono ad attrarre sufficienti finanziamenti da parte di privati risparmiatori stranieri. Il capitale dovrebbe essere fornito dai Governi dei Paesi membri della Banca stessa e dovrebbe essere rivolto ad investimenti temporanei. Ciò consentirebbe alla istituenda società di

In considerazione di ciò è disposta tutta una serie di misure da osservarsi nel caso che una valuta diventi scarsa. Ad ovviare a tale eventualità mirano le norme che vogliono assicurare la liquidità del Fondo.

- a) I paesi membri che domandano valuta estera al Fondo devono fare uso in ugual misura delle proprie riserve in oro e valuta estera;
- b) Essi devono inoltre riscattare la propria valuta in possesso del Fondo fino a concorrenza della metà dell'accrescimento delle riserve, ecc. (1)
- c) Prima che si manifesti la penuria accentuata di una valuta il Fondo agisce per allontanarne le cause: ad esempio nel caso che taluni paesi si valgano di eccessive importazioni dal paese di cui la valuta scarseggia, fa in modo da ridurre l'uso di valute da parte di essi;
- d) Se poi la scarsità si manifesta, il Fondo pubblica un rapporto che mette in evidenza i motivi della scarsità, e fa raccomandazioni a tutti i paesi per un comportamento che faccia cessare il lamentato inconveniente;
- e) La dichiarazione che una valuta è divenuta scarsa abilita anzi il Fondo a razionarne la disponibilità a seconda dei bisogni più impellenti dei paesi che ne fanno richiesta. E ciò implica discriminazione contro il paese a cui appartiene la valuta divenuta scarsa.

La temuta penuria di dollari è l'espressione del timore che gli Stati Uniti intendano proseguire nella loro politica di eccedenza netta di esportazione, essendo tuttavia divenuti creditori internazionali. Ma ciò non è possibile. Fino a quando i dollari che gli Stati Uniti pongono a disposizione del resto del mondo in cambio di merci, di noli, di spese turistiche, mediante rimesse degli emigrati, investimenti di capitali, ecc. restano al di sotto dei dollari di cui gli altri paesi hanno bisogno per pagare quanto importano dagli Stati Uniti e per corrispondere

rivendere al pubblico il portafoglio e di riacquistare la disponibilità dei propri mezzi. Per questa via si stimolerebbero gli impieghi privati all'estero. La richiesta è stata accolta e ormai si è giunti alla costituzione di una filiale della Banca, che prende il nome di Società Finanziario Internazionale; essa inizierà la propria attività dal momento in cui trenta Paesi avranno sottoscritto un capitale di 75.000.000 di dollari. Gli azionisti più importanti sono gli Stati Uniti d'America e il Regno Unito. In particolare, la S.F.I. si occuperà delle iniziative redditizie, in collaborazione coi fornitori di capitali privati e senza garanzia dei governi, nei casi in cui non saranno disponibili fondi privati sufficienti a condizioni ragionevoli. Si sforzerà di raccogliere i capitali necessari sul mercato privato e potrà contribuire a trovare una direzione competente degli affari. Promuoverà le condizioni suscettibili di stimolare l'afflusso degli investimenti verso imprese produttive degli Stati membri.

1) Queste disposizioni saranno tanto più osservate quanto più largamente si abbandonerà l'anacronistica opinione che le riserve in oro o in valuta estera siano la garanzia della moneta in circolazione. In realtà, da quando è cessata la circolazione aurea, il biglietto di banca è divenuto la tipica moneta nell'economia contemporanea. Le riserve non hanno più il compito di assicurare la convertibilità del biglietto in metallo ma quello di far fronte al deficit della bilancia dei pagamenti senza che sia posto in pericolo il valore esterno della moneta.

interessi ed ammortamenti, è inevitabile che si produca il disordine nel mercato internazionale, in quanto i paesi debitori devono ricorrere a unilaterali mezzi di difesa.

Occorre che le posizioni vengano rovesciate.

Non bisogna tuttavia nascondersi ciò che implica per gli Stati Uniti il mutamento della politica commerciale e valutaria sul senso indicato. Volendo esaminare più da vicino il problema, si trova che la soluzione è più difficile di quanto non appaia a prima vista. Astrattamente parlando, si può dire che alla penuria di dollari si pone rimedio se gli Stati Uniti accrescono le importazioni e riducono le esportazioni di merci e servizi.

Ma la prima alternativa, quando si spinga lo sguardo più avanti, si rivela solo apparentemente risolutiva. L'aumento di dollari nelle mani degli esportatori stimola ulteriormente l'acquisto di merci americane, sicché, in mancanza di altri mutamenti, il disquilibrio non viene necessariamente ad essere eliminato.

Si dica altrettanto per la seconda soluzione. Se il disquilibrio è originato dalla incomprimibilità degli acquisti di merci e servizi negli Stati Uniti da parte dei paesi che sperimentano la penuria di dollari è da ritenere che la riduzione di esportazioni americane non sia affatto il correttivo voluto da quelli.

Più plausibile appare invece che il disturbo sia sanato da un flusso relativamente costante di capitali per investimenti a lunga scadenza, che compensi appunto l'eccedenza, di esportazioni, in conto merci e servizi, della quale beneficiano gli Stati Uniti.

§ 4. - Il Fondo Monetario Internazionale alla prova: la fissazione delle parità iniziali.

Gli insegnamenti che si ricavano dall'azione del Fondo, a partire dal marzo 1946, epoca in cui iniziò le operazioni, fino ad oggi, confermano per vie diverse la impossibilità di ripristinare l'automatismo nei rapporti monetari internazionali (1).

L'indole della presente trattazione non consente una sistematica rassegna della politica del Fondo. Bisogna limitarsi perciò a qualche breve considerazione di carattere generale.

Merita innanzi tutto di essere posto in rilievo un dato di fatto assai importante. Contrariamente alle aspettative, il compito del Fondo ha finito per passare in seconda linea, di fronte ad altri organi e ad altre istituzioni operanti pure nel

1) Questa veduta va riscuotendo sempre più larghi consensi. Vi è non esita ad esprimersi nel modo seguente nei riguardi dei processi di inflazione e deflazione che necessariamente accompagnerebbero la linea di condotta conforme all'automatismo, rispettivamente nei Paesi in avanzo e in quelli in deficit: «questo ordine di principi è fortunatamente morto e sepolto e non sarà risuscitato». MEADE, Bretton Wood8, G.A.T.T. e Bilancia dei Pagamenti, in «Moneta e Credito», 1952.

campo della politica monetaria internazionale. Si pensi alla prevalente importanza assunta, dall'European Recovery Program, comunemente denominato Piano Marshall. Molteplici sono gli aspetti sotto cui può e deve essere considerato il programma degli aiuti per la ricostruzione europea. Ai fini della presente indagine, è necessario richiamare il seguente aspetto. La decisione di fornire un ingente volume di aiuti gratuiti ai paesi europei fu evidentemente dettata dalla chiara visione delle gravi condizioni di bisogno in cui versavano in parte, tuttora versano — quei paesi, perdurando le quali era vano pensare che potesse funzionare il Fondo Monetario Internazionale.

Questo presuppone, infatti, nella sua struttura essenziale, un mondo economico normalizzato, e suscettibile quindi di fenomeni di squilibrio agevolmente superabili. La concessione degli aiuti gratuiti da parte degli Stati Uniti d'America alle economie europee viene invece a riconoscere che mancano finanche le condizioni per il funzionamento di un organismo, quale il Fondo Monetario Internazionale, che pure aveva rinunciato a gran parte del tradizionale automatismo negli adattamenti monetari internazionali. Osservando retrospettivamente le trattative che precedettero gli accordi di Bretton Woods, si è condotti a riconoscere quanto lungimirante fosse la sistemazione avanzata dal Keynes. Come si è a suo tempo fatto rilevare, la struttura del Fondo differisce dal piano Keynes in quanto in esso è posto un limite all'indebitamento dei paesi membri, laddove tale limite mancava nella Unione di Compensazione Internazionale proposta dal Keynes.

Fu soprattutto per l'opposizione degli Stati Uniti, i quali prevedevano appunto di essere l'unico paese creditore, che negli statuti del Fondo entrò il limite all'indebitamento. Ma i fatti sono stati decisivi. Per altra via, e cioè precisamente con la concessione degli aiuti Marshall, gli Stati Uniti hanno finito con l'ammettere essere impossibile imporre alle economie duramente colpite dalla guerra di contenere il loro bisogno di merci americane. Così si è inaugurato il principio che è stato battezzato come *aocommodating finance*, in base al quale si prende atto di una situazione di squilibrio quasi permanente e i paesi in surplus provvedono a fornire, in maniera pure quasi permanente, i mezzi riequilibratori necessari per coprire i disavanzi dei paesi in passivo.

L'atto iniziale del Fondo fu la fissazione delle parità, cambiarie dei paesi membri. stato oggetto di ampie discussioni che esso abbia riconosciuto i cambi esistenti (ottobre 1946) benché fossero quasi tutti notoriamente sopravvalutati. Dei trentadue paesi, di cui il Fondo riconobbe i cambi, la maggior parte aveva conservato livelli che, considerati i prezzi e i costi interni, in rapporto ai prezzi e costi esteri, erano troppo elevati.

I documenti ufficiali hanno giustificato il provvedimento insistendo sul fatto che le attuali disparità di prezzi e costi, da una parte, e di livello dei cambi, dall'altra, non hanno lo stesso significato che in tempi normali.

Gli argomenti generalmente addotti possono sintetizzarsi nel modo seguente.

a) Per molti paesi le esportazioni sono limitate dalle difficoltà, di produzione o di trasporto. Di conseguenza l'abbassamento del livello del cambio non avrebbe l'effetto desiderato di espandere le esportazioni fino a conseguire divise estere sufficienti per le necessarie importazioni.

b) Questi paesi sono inoltre continuamente minacciati dalla tendenza inflazionistica. Essi si difendono col mantenere artificialmente bassi i prezzi delle importazioni mediante il cambio sopraelevato. Il deprezzamento della moneta accrescerebbe i prezzi dei prodotti importati e gli altri prezzi. La revisione dei 'salari sarebbe inevitabile e, con essa, l'ulteriore aumento dei prezzi. La ondata inflazionistica non sarebbe più arrestata, tanto più che, nell'opinione pubblica, al deprezzamento del cambio si accompagna la svalutazione all'interno.

c) Si nota inane che un po' dappertutto lo sforzo per accrescere la produttività va facendo progressi. Opportuno, perciò, attendere che gradualmente queste economie nazionali portino la struttura dei propri costi in armonia con quella dei rimanenti paesi.

In altre parole: la rinuncia ad esigere la fissazione di parità rispondenti alla struttura di prezzi e costi viene motivata con l'affermazione che siffatta fissazione sarebbe stata o inutile o dannosa o prematura.

Un istante di riflessione mostra che l'affermazione può avere una portata ben più ampia di una riserva valida limitatamente a determinate circostanze di tempo.

Inutile può essere l'adattamento del cambio del paese A al livello rispondente ai prezzi e costi non solo per le cause su indicate ma anche per gli ostacoli eventualmente frapposti dai paesi che dovrebbero accogliere maggior copia di prodotti di A. Ciò fa vedere come la sorte del Fondo sia legata, all'avvenire degli accordi per la liberazione del commercio dai numerosi intralci e in modo particolare all'avvenire del G.A.T.T.

Se si riguarda, come dannosa la ripercussione sul livello dei prezzi interni di ogni adattamento dei cambi è difficile esigere tale adattamento quando le tendenze inflazionistiche sono bensì cessate, ma tuttavia possono rinascere in qualsiasi momento.

Né meno difficile è dire fino a quando sia prematuro l'adattamento del cambio, potendo il processo di abbassamento di prezzi e costi essere protratto per un periodo lunghissimo. Tanto più che gli scambi commerciali sulla base di monete sopravvalutate tendono ad assumere direzioni diverse da quelle rispondenti alle parità genuine.

Il livello dei cambi esercita immancabilmente la propria influenza sulla produzione e sugli scambi. Di conseguenza, una volta che un paese ha adattato il proprio commercio ad una moneta sopravvalutata, tenderà a non discostarsene più. Rinunziando ad esigere le parità genuine, il Fondo ha, in parte accreditato la tendenza sopra indicata. anche per questa via ha rafforzato il movimento verso l'abbandono dell'automatismo nei rapporti monetari internazionali (1).

§ 5 - Qualche indicazione circa la revisione del riassetto monetario mondiate.

Il persistente stato di incertezza nelle relazioni politiche internazionali e le esigenze della difesa, mentre ritardavano, da una parte, la ripresa economica avviata all'indomani della cessazione dell'ostilità, e pertanto sottoponevano a dura prova le istituzioni che furono allora create, dall'altra introducevano nuovi motivi per una revisione dell'assetto attuale.

Innanzitutto, appariva raccomandabile che, sull'esempio della formazione del mercato continentale comune del carbone e dell'acciaio, non si desistesse nella via delle soluzioni di carattere regionale, come le compensazioni multilaterali dei pagamenti europei e dell'area della sterlina, che hanno il vantaggio di una più rapida realizzazione rispetto alle soluzioni di estensione mondiale, che sono ancora gravemente ostacolate.

Il mercato comune europeo, entrato in funzione il 10 gennaio 1958, si iscrive in questo opportuno quadro di integrazione regionale. Benché il Trattato istitutivo non contenga che qualche fugace riferimento alla moneta, è chiaro che prima o dopo si dovrà procedere in modo più energico verso la convertibilità delle monete.

In vista del raggiungimento di un livello di cambi che sia in armonia col rapporto fra prezzi interni e prezzi internazionali, sembra inevitabile che il Fondo Monetario Internazionale sia messo, in grado, mediante la riforma dello statuto, di disporre delle risorse di cui è attualmente dotato, a favore dell'assestamento monetario mondiale (2). Nella misura in cui si riconosce la scarsa, attuabilità dei vecchi procedimenti di adattamento dei Paesi deficitari al mercato mondiale sembra logico ammettere questi Paesi ad una più larga disponibilità di risorse valutarie per tutto il periodo nel quale sono impegnati nello sforzo di adattamento.

Vi è poi chi preconizza un sistema di cambi da sostituire a quello di cambi fisse con ritocchi nei momenti in cui ciò si rende necessario. Non pare che finora sia stata data una dimostrazione decisiva circa la preferenza da accordare ai cambi variabili. In favore di tale soluzione sta la possibilità di mantenere la stabilità dei prezzi interni. Ma quest'ultimo obiettivo è compatibile solo con lievi variazioni dei cambi; se si richiedono variazioni notevoli allo scopo di eliminare il disavanzo nella bilancia dei pagamenti, è ovvio che non si riesca più a mantenere la stabilità dei prezzi interni.

Si aggiunga poi che i cambi flessibili accrescono notevolmente i rischi di importatori e di esportatori nonché di risparmiatori esteri, eventualmente disposti ad inviare capitali per investimento. Ne potrebbe derivare perciò riduzione del commercio estero e di investimenti esteri.

1) Come si è detto sopra (Cap. III) la parità della lira accettata dal Fondo è attualmente di L. 703,297 per grammo di oro fino.

2) Recentemente vi è stato un aumento del 50% o più nelle quote dei Paesi membri del Fondo.

La variabilità dei cambi potrebbe stimolare la speculazione e rendere necessarie altre forme di controllo, a loro volta suscettibili di ostacolare lo sviluppo degli scambi internazionali. Queste varie considerazioni vanno tenute presenti nel valutare la proposta dei cambi variabili.

In sostanza, l'esigenza in nome della quale parlano i fautori dei cambi flessibili può ritenersi soddisfatta con l'accoglimento del principio di cambi stabili con possibilità di ritocchi, che segna già l'abbandono di quel principio di cambi rigidi che caratterizzava il sistema di adattamenti automatici in regime aureo.

A questo punto non è il caso di addentrarsi nell'esame del dilemma: cambi fissi o cambi flessibili. Ciò sarà, tatto quando si studieranno le condizioni necessarie per il ristabilimento e per il mantenimento della convertibilità delle monete (nei due capitoli successivi).

§ 6. - Una proposta per accrescere le riserve monetarie mondiali.

Da più parti è stato espresso il timore che abbia prima o poi a manifestarsi l'insufficienza delle riserve monetarie internazionali che, oltre all'oro, comprendono attualmente dollari e sterline. La preoccupazione è basata sul fatto che nel dopoguerra il rapporto fra riserve (oro e divise estere) e importazioni annue è venuto sempre diminuendo. Per tutti i paesi occidentali, nel 1958, questo rapporto era ridotto rispetto al 1938 a meno della metà.

Per accrescere la liquidità internazionale viene da taluni auspicata la trasformazione del Monetario Internazionale, in guisa da avvicinarlo ad una vera e propria banca centrale delle banche centrali: questo rinnovato organismo deterrebbe nei propri conti le riserve in valuta estera delle banche centrali (per lo più dollari e sterline), che sarebbero espresse in unità, del Fondo e il cui valore sarebbe basato sull'oro. L'ammontare complessivo di tale valuta di riserva varierebbe nella misura in cui il Fondo permettesse agli Stati membri di prelevare allo scoperto sui propri conti. Poiché gli scoperti dei paesi debitori corrispondono approssimativamente alle eccedenze dei paesi debitori, verrebbe assicurato una specie di meccanismo auto-equilibratore. un progetto che ricorda da vicino il piano Keynes, che è stato sopra illustrato.

L'esigenza specifica che induce ora a tornare a quell'idea è di ottenere che il volume della liquidità, internazionale abbia a variare col variare del commercio mondiale (1).

La proposta merita indubbiamente la massima attenzione. Però, almeno nella formulazione ad essa data finora, non appare sufficientemente solida. Si devono esprimere infatti due motivi di esitazione. Innanzi tutto, l'incremento del

1) Sostenitore di quel progetto è il TRIFFIN, Improving World Liquidity, in «The Banker», 1960. Il Triffin ha svolto le sue idee anche in due articoli apparsi nella rivista trimestrale della Banca Nazionale del Lavoro, 1959 (edizione inglese).

commercio mondiale non richiede di per sé stesso aumento di riserve. Fino a quando vi è tendenza all'equilibrio il commercio internazionale fra due o più paesi può espandersi anche sensibilmente senza che sia necessario mutare le riserve. Le riserve valutarie vengono adoperate quando l'equilibrio viene a mancare. Fino a quando si tratti di brevi oscillazioni il pareggiamento avviene mediante il trasferimento in oro e divise dei saldi della bilancia dei pagamenti.

Meno agevole è il problema quando si tratti di forti squilibri per cui sia necessario accrescere le disponibilità di riserve in quantità notevole. Ma qui si ha motivo di esprimere un altro motivo di esitazione riguardo alla maniera auspicata dal progetto per accrescere la liquidità internazionale. È noto, infatti, che le riserve si accrescono ottenendo crediti nelle valute aventi importanza fondamentale: dollari e sterline. Se un paese accresce le riserve monetarie si determina uno squilibrio perché ne risulta la diminuzione delle riserve nette degli Stati Uniti d'America e dell'Inghilterra. Generalizzandosi il sistema, accadrebbe che le riserve monetarie di ciascun Paese aumenterebbero mediante l'indebitamento degli Stati Uniti e dell'Inghilterra. Di conseguenza gli obblighi a breve scadenza verso l'estero da parte degli Stati Uniti e dell'Inghilterra dovrebbero aumentare in ugual misura dell'incremento del commercio mondiale.

Per queste considerazioni la proposta su indicata deve essere ulteriormente approfondita e modificata.

Qualche anno fa (ottobre 1962) è entrato in vigore l'accordo intervenuto fra dieci Stati (tra cui l'Italia), col quale questi si impegnano, sotto certe condizioni, a concedere prestiti, nelle proprie monete, al Fondo Monetario Internazionale fino all'ammontare complessivo di sei miliardi di dollari, allo scopo di fronteggiare eventuali minacce alla stabilità, del sistema monetario internazionale. In questo modo è stata notevolmente rafforzata la linea di difesa rappresentata dalle riserve del Fondo, che raggiungono già i quindici miliardi di dollari. 349

CAPITOLO XIX.

LA CONVERTIBILITÀ

§ 1. - L'attualità del problema.

Gli accordi monetari post-bellici, che vanno sotto il nome di Bretton Woods, vennero adottati con l'obiettivo di favorire la stabilizzazione delle monete e preparare il terreno all'abolizione dei vincoli e delle restrizioni ai trasferimenti monetari e agli scambi di merci e servizi fra i vari Paesi. naturale, pertanto, che prima o dopo dovesse giungersi al momento auspicato del ristabilimento della convertibilità fra le monete. In questi ultimi tempi, e precisamente a partire dal 1953, è venuta alla ribalta dei problemi monetari internazionali la convertibilità. Dapprima l'attenzione degli studiosi fu attratta dal piano preparato dalla Gran Bretagna nella primavera di quell'anno.

Successivamente, in previsione della scadenza dell'Unione Europea dei Pagamenti, l'ente preposto alla compensazione di crediti e debiti tra i Paesi dell'Europa Occidentale, si cominciò, nel novembre dello stesso anno, a discutere se convenisse prorogarla ovvero se era preferibile liquidarla e avviarsi rapidamente alla convertibilità. Infine, il Rapporto Randall, presentato al Presidente degli Stati Uniti dalla Commissione del Congresso per la politica economica internazionale nel gennaio 1954, si occupò largamente del problema e raccomandò che gli Stati Uniti dessero un aiuto finanziario per affrettare la convertibilità.

A fondamento della rinata fiducia nella possibilità di toccare la meta, vi era il sensibile mutamento nella struttura dei pagamenti mondiali. Il deficit degli altri Paesi verso gli Stati Uniti, dopo essersi gradualmente ridotto, si era tramutato in eccedenza, sicché le riserve in oro e in dollari di quei Paesi erano considerevolmente aumentate. Negli ultimi cinque anni erano salite di circa otto miliardi di dollari; nel solo anno 1953 di 2,6 miliardi. Nella tabella che segue, ricavata dal fascicolo di marzo 1954 del «Federal Reserve Bulletin», si trovano dati molto significativi.

RISERVE MONDIALI DI ORO DOLLARI ESCLUSI GLI STATI UNITI

PAESI	Miliardi in dollari				1953, in % doll.		
	1928	1938	1948	1953	1928	1938	1948
1. EUROPA CONTINENTALE							
Occidentale . . .	4,8	7,3	5,8	10,1	207	138	172
a) Francia . . .	2,0	3,0	0,8	1,1	52	35	132
b) Svizzera . . .	0,2	0,9	1,9	2,1	1.080	230	112
c) Altri Paesi . .	2,6	3,4	3,1	6,9	307	177	220
2. Area della sterlina	1,4	3,9	2,9	4,0	288	104	138
3. Canada	0,4	0,4	1,2	2,4	580	610	198
4. America Latina . .	1,1	0,9	2,7	0,6	320	380	132
5. Tutti gli altri paesi	1,0	1,3	2,3	2,9	300	225	126
6. Enti internazionali	...	...	3,4	3,3	...	...	99
7. Totale	8,7	13,8	18,4	26,4	300	190	143

Le riserve di oro e dollari di tutti i Paesi ad eccezione degli Stati Uniti avevano raggiunto livelli superiori a qualunque altra epoca. Si deve però osservare che, tenendo conto del potere di acquisto reale, esse restavano al di sotto delle cifre del 1938. Non va trascurato d'altra parte che le riserve si trovavano di gran lunga meglio distribuite fra i vari Paesi in rapporto al volume delle importazioni rispettive.

L'importanza delle riserve quale presupposto del ristabilimento della convertibilità, è evidente. Quando esse sono modeste, si impone la necessità di difenderle anche contro disturbi passeggeri della bilancia dei pagamenti, che di

per sé, a lungo andare, non comprometterebbero la posizione economica del Paese nei suoi rapporti esterni. Si fa ricorso, allora, a restrizioni, che provocano alterazioni nelle normali correnti di traffico; più tardi apparirà che ciò si poteva evitare se si fosse disposto di un volume maggiore di riserve.

Se un volume adeguato di riserve è presupposto necessario di un ritorno alla convertibilità, non è detto che sia in ogni caso sufficiente. Si tratta ora di esaminare le condizioni volute sia per attuare sia per preservare la raggiunta convertibilità.

Prima di passare a questa indagine, è opportuno definire in modo più preciso la nozione di convertibilità ed inoltre far cenno della situazione particolare delle monete che rientrano nel sistema di compensazione multilaterale dell'U.E.P.

§ 2. - Vari tipi di convertibilità.

Per giungere ad una nozione plausibile di convertibilità è opportuno prendere le mosse dalla tipica definizione di moneta convertibile nel quadro del tradizionale sistema aureo internazionale.

Essendo le varie monete legate al metallo giallo, ciascuna di esse poteva essere liberamente cambiata con un dato peso di oro e con le altre monete secondo un determinato saggio di cambio. Ciò postulava la adattabilità di massa monetaria e redditi di ciascuna economia alle esigenze dell'economia internazionale, e di conseguenza esigeva la flessibilità di prezzi e costi interni. Ma una visione realistica della attuale struttura economica porta a ritenere assai improbabile il conseguimento di un siffatto obiettivo.

Già il Fondo Monetario Internazionale, col riconoscere la legittimità del ricorso al ritocco dei cambi, prendeva atto degli ostacoli non facilmente superabili alla realizzazione di quel requisito. Evidentemente, ciò che si esige oggi è l'abbandono di restrizioni valutarie e commerciali che conducono alla discriminazione e al bilateralismo perché in tal modo i traffici si allontanano dai canali economicamente più convenienti. L'odierno significato della convertibilità è sostanzialmente quello di un regime monetario che consenta un sistema multilaterale di scambi e di pagamenti della maggiore ampiezza possibile.

Definita in termini monetari, la convertibilità a cui si tende oggi è la facoltà, di cambiare la moneta nazionale in una qualsiasi altra, ad un dato saggio di cambio; non già, la facoltà di avere oro in cambio della moneta nazionale ad un determinato saggio fisso, come accadeva, prima del 1914. Finanche negli Stati Uniti d'America il portatore di dollari può avere dalle banche una qualsiasi divisa ma non l'oro, secondo la vecchia consuetudine del regime aureo. Solo le Banche Centrali di altri Paesi sono ammesse ad ottenere oro.

Indubbiamente, la convertibilità non si esaurisce in un fatto puramente monetario; essa è attuabile se ed in quanto si intende seguire una certa direttiva di politica economica. Però non è necessario porre l'economia in balia delle

vicende esterne ovvero sopprimere ogni forma di protezione della produzione interna e neanche mantenere a tutti i costi una certa parità, cambiaria. Ciò che importa è liberare gli scambi internazionali dalle discriminazioni e dai vincoli del bilateralismo. La convertibilità non è fine a sé stessa, ma si accompagna, e per molti aspetti, è condizionata dal regime multilaterale degli scambi. L'esperienza dell'U.E.P., benché limitata per la estensione (e benché operante solo come un avviamento alla convertibilità), sta a dimostrare i risultati favorevoli che si raggiungono nei rapporti monetari internazionali quando si opera concordemente e nel campo del commercio — attuando il multilateralismo — e nel campo valutario — trasferendo le monete mediante la compensazione.

§ 3 - Convertibilità per i non residenti e convertibilità per le partite correnti.

Da una parte, l'impegno della convertibilità è attualmente meno oneroso di quanto non sarebbe se dovesse essere inteso nel senso tradizionale.

Dall'altra, però esso non è compatibile con una politica commerciale a carattere discriminatorio o bilaterale.

Perciò non fu a suo tempo ritenuto soddisfacente il piano britannico, che proponeva la convertibilità limitatamente ai *non residenti nell'area della sterlina*. Il diritto di convertire (in dollari) le sterline veniva accordato, secondo il piano, ai non residenti che si erano procurate sterline nelle operazioni correnti (e cioè non anche nelle operazioni in conto capitale). La non estensione del beneficio ai residenti nell'area della sterlina rispondeva al proposito di controllare, attraverso le operazioni da questi ultimi compiute con l'estero, l'ammontare delle sterline ricavate dai non residenti, nel caso che le richieste di conversione in dollari apparissero esorbitanti. La logica delle cose avrebbe fatalmente portato ad usare quel controllo con criteri discriminatori e precisamente a danno delle importazioni provenienti da paesi che presumibilmente facessero troppo largo uso della convertibilità. È facile vedere il pericolo che una siffatta adozione di misure discriminatorie provocasse una serie di ritorsioni suscettibili di peggiorare la situazione. Anche l'U.E.P. poteva risaltarne scossa e compromessa.

Non è difficile comprendere i motivi che suggeriscono la proposta della convertibilità per i non residenti, detta anche *convertibilità esterna*. Ciò che consiglia questo espediente è la ricerca di una salvaguardia in caso di grave disquilibrio della bilancia dei pagamenti. Sia che si tratti di recessione americana, che riduca le esportazioni nell'economia considerata, sia che si tratti di altro evento, non necessariamente legato alla politica monetaria interna, che porti un disquilibrio fra importazioni e esportazioni, vi è il pericolo che il potere d'acquisto esterno della moneta non. possa essere conservato se non a patto di valersi delle restrizioni quantitative, dato che non si presenta attuabile il metodo tradizionale della politica deflazionistica: vi si oppone infatti quella rigidità dei prezzi e costi dell'economia contemporanea, che è pure alla base del cessato

automatismo nei rapporti economici internazionali, già notato a proposito della posizione attuale dell'oro.

Un'altra tesi, anzi la più frequente, è quella che vorrebbe limitare la convertibilità, esterna o interna che sia, alle operazioni correnti — nel senso che ho sopra spiegato — escludendola dai trasferimenti di capitale. Si teme che il ricordo ancor fresco delle svalutazioni monetarie stimoli la fuga dei capitali all'estero, con inevitabili conseguenze dannose per l'economia nazionale e anche per le sorti della moneta. Tale preoccupazione dovrebbe tuttavia rivelarsi sempre meno reale col passare del tempo. Però il pericolo può ritenersi immanente se si riflette alle eventualità or ora ipotizzate: recessione americana, altre cause di riduzione di esportazioni o di aumento di importazioni, a cui non si ritiene di poter far fronte con procedimenti di deflazione e per cui siano insufficienti le riserve possedute.

Per quanto riguarda l'economia italiana, ad esempio, le difficoltà, di adattamento in casi analoghi sono aggravate dagli oneri sociali dovuti alla disoccupazione strutturale, destinata a perdurare fino alla esecuzione dell'attuale politica di sviluppo, visto che non vi è da contare sulla abolizione degli ostacoli ai movimenti di persone attraverso le frontiere. Anche qui si constata che la tendenza a restringere la portata della convertibilità è dettata dal timore di non poter conservare a lungo il nuovo regime monetario, una volta che si sia deciso di adottarlo. Esso si fonda essenzialmente sul riconoscimento che non si può fare affidamento sull'automatismo dei rapporti economici internazionali; lo stesso riconoscimento che consiglia a tutti di guardare alla meta della convertibilità, fra le varie monete e non anche con l'oro.

Dall'altra parte non si può negare che ogni limitazione alla facoltà di scambiare le monete fra loro significa rinuncia ad estendere il più possibile i vantaggi del commercio internazionale basato sulla divisione del lavoro e cioè condotto coi criteri di maggiore economicità. Il problema si pone allora così: è possibile per. seguire quest'ultimo obiettivo senza incorrere in quelle difficoltà di adattamento, connesse con la rigidità, di struttura caratteristica dell'economia contemporanea, le quali renderebbero precario il ritorno alla convertibilità?

Una risposta soddisfacente potrebbe essere che ciò sarà realizzabile quando l'economia europea si sarà talmente rafforzata nei riguardi di quella americana (sia per volume di riserve sia per disponibilità di materie prime al di fuori dell'area del dollaro) da poter guardare con minore preoccupazione alla eventualità di una recessione proveniente

A ben guardare, la preoccupazione non è ingiustificata. Ma essa rivela piuttosto la scarsa fiducia di mantenere la convertibilità, una volta ripristinata, anziché la chiara e coerente visione di ciò che è implicito nell'auspicato regime monetario.

Un'altra tesi, anzi la più frequente, è quella che vorrebbe limitare la convertibilità, esterna o interna che sia, alle operazioni correnti — nel senso che ho sopra spiegato — escludendola dai trasferimenti di capitale. Si teme che il ricordo ancor fresco delle svalutazioni monetarie stimoli la fuga dei capitali

all'estero, con inevitabili conseguenze dannose per l'economia nazionale e anche per le sorti della moneta. Tale preoccupazione dovrebbe tuttavia rivelarsi sempre meno reale col passare del tempo. Però il pericolo può ritenersi imminente se si riflette alle eventualità or ora ipotizzate: recessione americana, altre cause di riduzione di esportazioni o di aumento di importazioni, a cui non si ritiene di poter far fronte con procedimenti di deflazione e per cui siano insufficienti le riserve possedute.

Per quanto riguarda l'economia italiana,, ad esempio, le difficoltà, di adattamento in casi analoghi sono aggravate dagli oneri sociali dovuti alla disoccupazione strutturale, destinata a perdurare fino alla esecuzione dell'attuale politica di sviluppo, visto che non vi è da contare sulla abolizione degli ostacoli ai movimenti di persone attraverso le frontiere. Anche qui si constata che la tendenza a restringere la portata della convertibilità è dettata dal timore di non poter conservare a lungo il nuovo regime monetario, una volta che si sia deciso di adottarlo. Esso si fonda essenzialmente sul riconoscimento che non si può fare affidamento sull'automatismo dei rapporti economici internazionali; lo stesso riconoscimento che consiglia a tutti di guardare alla meta della convertibilità, fra le varie monete e non anche con l'oro.

Dall'altra parte non si può negare che ogni limitazione alla facoltà di scambiare le monete fra loro significa rinuncia ad estendere il più possibile i vantaggi del commercio internazionale basato sulla divisione del lavoro e cioè condotto coi criteri di maggiore economicità. Il problema si pone allora così: è possibile per. seguire quest'ultimo obiettivo senza incorrere in quelle difficoltà di adattamento, connesse con la rigidità, di struttura caratteristica dell'economia contemporanea, le quali renderebbero precario il ritorno alla convertibilità?

Una risposta soddisfacente potrebbe essere che ciò sarà realizzabile quando l'economia europea si sarà talmente rafforzata nei riguardi di quella americana (sia per volume di riserve sia per disponibilità di materie prime al di fuori dell'area del dollaro) da poter guardare con minore preoccupazione alla eventualità di una recessione proveniente d'oltre oceano e quando il progresso economico di alcuni Paesi europei si sarà consolidato al punto da non restare disarmati di fronte alle ricorrenti od occasionali fasi di squilibrio della bilancia dei pagamenti. Ma in tale situazione — si può osservare — la convertibilità non è più un problema perché si presenta come un frutto maturo che non richiede altri sforzi per conseguirlo.

Si tratta, allora, di accelerare questi sviluppi, tenendo conto delle recenti esperienze, le quali sembrano additare una via feconda di risultati. Su questo punto si tornerà, nel trattare delle condizioni per il mantenimento della convertibilità.

§ 4 - La convertibilità, l'Unione Europea dei Pagamenti e l'Accordo Monetario Europeo.

L'indagine circa l'esistenza delle condizioni propizie al ristabilimento e al

mantenimento della convertibilità deve necessaria mente essere condotta in termini generali, prescindendo cioè dalle condizioni specifiche dei singoli Paesi o gruppi di Paesi. Però non si deve dimenticare che vi sono in realtà differenze notevoli nelle posizioni particolari di questa o quella economia nazionale, di questa o quella area monetaria e che per conseguenza di varia intensità sarà lo sforzo da compiersi da ciascuna per passare alla convertibilità o per mantenersi ad essa fedele.

La zona del dollaro è quella che conosce la convertibilità nella sua maggiore portata: chi possiede crediti in dollari può tramutarli in qualunque altra moneta. Nella zona della sterlina non vige uguale ampiezza di movimento. -Essa è un ordinamento a carattere difensivo. Al centro vi è la Gran Bretagna, che raccoglie i dollari ottenuti nelle operazioni internazionali compiute dagli Stati membri, che sono i Paesi del Commonwealth ad eccezione del Canada e con l'aggiunta di Irlanda, Islanda ecc. I crediti sono permutabili in sterline nell'ambito dell'area. La convertibilità in dollari è limitata alla misura consentita dalla disponibilità esistente nel dollar pool e secondo un ordine di priorità pure stabilito.

Lasciando da parte i casi del Giappone, dell'America Centro-Meridionale, ecc. conviene soffermarsi all'area dell'Organizzazione Europea per la Cooperazione economica (O.E.C.E.). Ecco come si può sinteticamente presentare l'esperienza dell'unione europea, dei pagamenti. Le monete dei diciotto Paesi facenti parte del sistema di cooperazione economica europea erano, per così dire, collocate sullo stesso piano: crediti e debiti si compensavano attraverso un sistema multilaterale di pagamento. Peculiare era la posizione del franco svizzero; mentre dal punto di vista dei rapporti col resto del mondo era da porre piuttosto a fianco del dollaro in quanto è moneta forte, per quanto riguarda le contrattazioni europee andava considerato alla stregua delle altre valute europee e per questo motivo si sottraeva alla discriminazione, che era invece in atto nei riguardi del dollaro.

Naturalmente, per designare siffatta situazione non si può parlare di convertibilità; si tratta di trasferibilità degli averi nelle varie valute. Vi era però un margine di convertibilità: quando uno Stato membro aveva esaurito la propria quota era obbligato a soddisfare i propri debiti in oro o in dollari; prima ancora di giungere a tanto, quando toccava le *tranches* superiori della propria quota, era tenuto a corrispondere il 75% in oro o in dollari, a seconda dei casi, che qui non è il luogo di precisare. Abbiamo, adunque, un sistema misto di trasferibilità, e di convertibilità; è prevista infatti una parziale convertibilità in dollari, ma, ciascun Paese è autorizzato a sistemare a suo piacimento i rapporti commerciali e quelli valutari con il resto del mondo.

A più riprese venne richiesto da taluni che l'U.E.P. venisse liquidata per dar luogo al sistema di convertibilità. Le argomentazioni a favore della proposta vanno distinte a seconda che avversavano l'U.E.P. in quanto essa stessa sarebbe stata causa ritardatrice della convertibilità, ovvero che, senza entrare nella valutazione del contributo recato dal suo funzionamento, ritenevano che i

progressi compiuti additassero che il momento era favorevole al passaggio alla convertibilità.

La prima critica riguarda il carattere regionale che ovviamente limitava l'efficacia dell'unione e alterava le correnti di traffico. Il rilievo è esatto; ma nessuno vorrà negare che fin dall'inizio essa venne concepita come misura transitoria, e destinata perciò a cessare non appena le circostanze lo consentissero. Il punto decisivo sta nel vedere se, ad onta della deficienza d'estensione, era in grado di dare o no i risultati sperati. Sull'esito positivo non possono essere dubbi. Guardando al triennio 1950-53 si trova che il volume del commercio era raddoppiato rispetto al 1948; era anzi del 40% più elevato di quello del 1938. Benché di difficile valutazione, il valore delle operazioni si può stimare di circa 70-80 miliardi di dollari. Inoltre, un grande vantaggio era stato quello di aver fatto impiegare, mercé il sistema di compensazioni, una quota molto piccola d'oro per i saldi. La regionalità poi ha facilitato quella cooperazione in materia commerciale, creditizia e di politica economica che sta alla base del successo dell'esperimento europeo e che per ovvie ragioni è anzi difficile realizzare su scala mondiale.

Si osservava inoltre che nell'U.E.P. la posizione dei creditori restasse fossilizzata. Dovendo essi concedere continuamente crediti ai debitori, erano obbligati ad attendere lungo tempo prima di realizzarli. La stessa circostanza che erano previsti i crediti, si aggiungeva, era tale da addormentare i paesi debitori, che invece avrebbero dovuto adottare le misure interne necessarie per riequilibrare l'economia rispetto al mercato esterno. Le liberalizzazioni che si compivano in Europa per facilitare il funzionamento dello schema di compensazione multilaterale riducevano le possibilità di vendita negli altri continenti, soprattutto negli Stati Uniti d'America.

Ma anche queste critiche non sono decisive. Se i paesi creditori fossero stati meno disposti ad attendere, i Paesi debitori avrebbero perduto rapidamente le loro riserve e sarebbero stati obbligati ad uscire dall'Unione, non senza aggravare gli scambi fra tutti gli Stati partecipanti. Che il sistema inducesse alla pigrizia, non si può affermarlo perché il timore di dover corrispondere pagamenti in oro o in dollari non appena si raggiungesse un certo livello di indebitamento non era certo senza efficacia. Se è vero che delle liberalizzazioni si giovavano soprattutto le economie europee, d'altra parte va considerato che molti degli Stati membri avevano una notevole capacità produttiva utilizzabile, che avrebbe consentito eventualmente di esportare altrove.

Maggior peso ha la tesi che, facendo leva sui progressi realizzati, propugnava l'abbandono dell'U.E.P. e, nel caso che non tutti i partecipanti si ritenessero pronti a passare alla Convertibilità, consigliava a ehi godeva di una posizione più forte di procedere isolatamente, uscendo dall'U.E.P.

Come si è visto nell'esaminare lo stato delle riserve in oro e in dollari in rapporto al volume delle importazioni, i progressi sono una realtà. Ciò che è contestabile è che tutti gli Stati membri si trovassero al punto che li mettesse in grado di assumere gli impegni discendenti dalla convertibilità. Che dire allora

della decisione isolata di un Paese creditore? La previsione non era favorevole. Infatti, una volta avvenuta quella decisione, i rimanenti Paesi a moneta inconvertibile avrebbero avuto interesse a vendere nel mercato di quel Paese per ottenere valuta forte da tramutare in dollari e, per il motivo opposto, a non comprare da esso. In altre parole, il Paese che avesse precorso, quando gli altri non erano in grado di seguirlo su quel cammino, sarebbe stato oggetto di discriminazione e avrebbe potuto essere indotto a rispondere con ritorsioni, aggravando ulteriormente gli scambi e i pagamenti.

La considerazione dell'U.E.P. offre un elemento assai importante alla valutazione del problema nei suoi termini generali. Ad essa bisogna ora tornare (1).

§ 5. - Le condizioni per il ristabilimento della convertibilità.

Queste condizioni si possono riassumere nell'accertare che la struttura della bilancia dei pagamenti sia sufficientemente solida, e non già il risultato di fatti eccezionali e transitori.

Fino al 1954 vi era chi parlava di un deficit latente dà dollari a carico dei Paesi Europei e dell'Estremo Oriente, che poteva diventare palese nel momento in cui fossero venuti a cessare gli aiuti degli Stati Uniti. Tutto dipende allora dal giudicare dell'andamento delle spese militari degli Stati Uniti all'estero e delle spese militari di questi. Paesi, e — per quanto ei interessa maggiormente — dei Paesi europei.

Quanto alle prime, non si poteva escludere che avesse a cessare il ritmo di aumento; ciò che però appariva assai improbabile è che esse avessero declinare rapidamente e che potessero scomparire totalmente. Anche in questa ipotesi, è chiaro che sarebbero entrati in azione fattori capaci di neutralizzare l'effetto sfavorevole sulle economie europee, e cioè aumento di consumi e di investimenti negli Stati Uniti destinati a ripercuotersi a favore di queste economie.

D'altra parte, gli eventi previsti sarebbero stati verosimilmente accompagnati dalla cessazione dei programmi di riarmo dei paesi europei che pure avrebbero messo a disposizione della economia di questi ultime risorse destinabili all'esportazione oltre che al consumo.

La stabilità, della base della convertibilità, andava saggiata anche alla luce di un'altra serie di eventi. Era prevedibile che, con l'attuazione della

1) In questo capitolo, e particolarmente nel paragrafo ora esposto, mi valgo largamente della trattazione fatta in occasione della Settimana di Studi Bancari tenutasi, per iniziativa dell'Università Cattolica del S. Cuore e dell'Associazione Bancaria Italiana, alla Mendola, nell'estate del 1954, nonché della memoria preparata per invito della Société Belge d'Etudes et d'Expansion e pubblicata nel Bulletin de la S.R.E.E., 1955, sotto il titolo: *Les conditions du rétablissement et du de la convertibilité.*

convertibilità, si accrescesse notevolmente la domanda di dollari e l'aumento ci riportasse ancora una volta ad una fase acuta di scarsità di quella valuta. Il pericolo c'era, ma non doveva essere esagerato. Innanzi tutto, noi assistevamo già ad una diminuzione della proporzione delle merci americane rispetto alle importazioni totali dell'Europa Occidentale, come dell'area della sterlina; e vi erano motivi validi per ritenere che la tendenza avesse a continuare. L'inevitabile eliminazione dei residui inflazionistici in alcuni Paesi, che avrebbero accompagnato il passaggio alla convertibilità, non poteva non rafforzare la capacità, d'esportazione europea verso ciò che oggi chiamiamo l'area del dollaro.

Se le considerazioni che precedono sono esatte, bisogna dire che le condizioni per il ristabilimento della convertibilità, erano fonda. mentalmente presenti, però una prudente attesa di ulteriore consolidamento non era fuori di posto. Il giudizio era, in fondo, in armonia con quello espresso in relazione al caso specifico dell'U.E.P.

Che cosa deve pensare, ora, delle condizioni per il mantenimento della convertibilità?

§ 6. - Le condizioni per il mantenimento della convertibilità.

Non bastava percorrere il passo decisivo; occorreva anche predisporre gli strumenti idonei ad assicurare che la convertibilità fosse capace di sopravvivere agli inevitabili ed immancabili urti a cui sarebbe stata poi esposta. Con questo problema si riapriva, in un certo senso, il dibattito che si agitò fra gli studiosi al tempo dei piani monetari internazionali e degli accordi di Bretton Woods. Non potendosi tornare al semplice e chiaro e decisivo paradigma del sistema aureo internazionale, bisognava prevedere i procedimenti a cui si pensa di far ricorso per ristabilire l'equilibrio turbato, sia che il fattore di disturbo sia di origine interna sia che provenga dall'esterno di ciascuna economia. L'impegno ad astenersi da misure di discriminazione non è sufficiente ad evitare che gli effetti di una depressione verificantesi in una economia di un certo peso sul commercio mondiale si propaghino e si cumulino.

Infatti, la riduzione delle importazioni, che tiene dietro alla depressione induce i Paesi colpiti da quella riduzione. ad una politica deflazionistica che estende gli effetti sfavorevoli sulla bilancia dei pagamenti anche di altri Paesi. Allora questi ultimi sono fatalmente portati a seguire la stessa strada e il risultato certo è una riduzione su vasta scala degli scambi.

Sarebbe in contrasto con l'idea madre del movimento verso la convertibilità consigliare, allora, di ricorrere alla discriminazione allo scopo di isolare gli effetti della depressione. Ciò che si palesa rimedio necessario e anche giovevole in periodi transitori non è compatibile con un assetto che aspira ad essere durevole. La soluzione va ricercata nella coordinazione di procedimenti di carattere monetario con procedimenti di carattere commerciale, sull'esempio di quanto è stato favorevolmente sperimentato con la U.E.P.

Dire che occorre predisporre la concessione di crediti sufficienti in favore dei Paesi che per combattere gli effetti dannosi di una depressione o sarebbero costretti a passare attraverso il travaglio della deflazione ovvero indotti a restringere le importazioni — e cioè ad inasprire o ad estendere il disagio nel mercato internazionale — non significa certamente affermare cosa nuova, come sa chi conosce il meccanismo del Fondo Monetario Internazionale ed altre prassi analoghe. L'elemento nuovo sta nell'enfasi che va posta sulla misura delle concessioni di credito, affinché esse non si risolvano in benefici illusori o, quanto meno, insufficienti a liberare il Paese in questione dalle preoccupazioni relative alla sorte della bilancia dei pagamenti e delle riserve. La costituzione di un fondo di riserve sufficientemente dotato, tale da venire incontro ai disquilibri di questa o quella economia nei momenti necessari, appare lo strumento adatto per vincere la riluttanza di quei Paesi che non si sentono sicuri di poter mantenere la convertibilità al presentarsi di circostanze avverse. È superfluo spiegare che il funzionamento del fondo deve essere tale da esercitare continua pressione su quei Paesi che trascurassero quelle misure interne di politica creditizia e fiscale che rendono significativa l'adesione ad un sistema di monete convertibili.

§ 7. - La connessione fra convertibilità e politica commerciale internazionale.

L'altro aspetto nuovo consiste nella esplicita combinazione dei procedimenti commerciali con quelli monetari. Bisogna riconoscere infatti che i prestiti non sempre offrono l'ausilio necessario per superare certi perturbamenti. Si pensi al caso di Paesi che vedono fortemente abbassarsi le esportazioni di quell'unico o di quei pochi prodotti, dalla cui vendita dipendono nella massima parte le basi stesse della loro economia. Si può consigliare — ed infatti è stato suggerito questo rimedio dal Rapporto Randall — di abbandonare la specializzazione produttiva o meglio di controbilanciarla con un certo grado di diversificazione. Il suggerimento è esatto; si può anzi prevedere che non solo per questa esigenza stabilizzatrice, ma anche per altre sollecitazioni, la tendenza verso l'economia complessa si accentuerà nei prossimi decenni. Ma un istante di riflessione mostra che, ai fini del problema che esaminiamo, si hanno di mira effetti di più breve periodo di quelli connessi con un siffatto mutamento nella direttiva generale della politica economica da alterare la stessa struttura produttiva di un Paese.

Più appropriato, benché assai più arduo, è il suggerimento di predisporre schemi di stabilizzazione dei prezzi delle materie prime su scala mondiale. Più arduo, sia perché l'attuazione richiede il consenso e l'attiva collaborazione di non pochi Paesi, sia perché le esperienze finora compiute attestano la grande difficoltà obiettiva che simili schemi, pur nella buona disposizione degli interessati, comportano.

Comunque si pensi di ciò, è certo che anche sulla cooperazione in campo commerciale deve poter contare la convertibilità, se non ci si accontenta di

introdurla, ma si mira a mantenerla. A questo scopo si rende necessaria la revisione sia del Fondo Monetario Internazionale, sia dell'Accordo Generale sulle tariffe e il commercio: General Agreement on Tariffs and Trade (G.A.T.T.), sia dei rapporti fra questi due organismi e fra gli altri enti internazionali.

Su questa via un certo progresso (marzo 1955) fu realizzato mediante l'integrazione del G.A.T.T. con la Organizzazione per la cooperazione commerciale: Organization for Trade Cooperation (O.T.C.). Il precedente Accordo era sorto alla Avana in sostituzione dell'Organizzazione internazionale per il Commercio, che era stata progettata per dare esecuzione alle norme regolatrici dei rapporti commerciali internazionali contenute nella Carta dell'Avana e che non venne approvata. Esso non aveva mancato di raggiungere buoni risultati sia col promuovere numerose convenzioni bilaterali per contenere il livello delle tariffe doganali, sia con l'estendere la clausola della nazione più favorita, sia col funzionare come una magistratura, investita di volta in volta del compito di far rispettare le buone norme del commercio.

Il passo avanti, più tardi compiuto, consiste nell'aver dato vita ad una organizzazione internazionale col potere di limitare la libertà di azione dei singoli Stati in materia di commercio con l'estero. Una prima disposizione degna di rilievo fu quella di consentire sussidi all'esportazione solo limitatamente ai prodotti agricoli e alle materie prime di base.

Ulteriori progressi verso il ristabilimento della convertibilità dipenderanno in buona parte dalla felice esecuzione degli impegni assunti dai trentacinque stati aderenti e dal graduale estendersi della sfera di azione dell'O.T.C.

Intanto l'Italia con altri Paesi europei dichiarò la convertibilità (per i non residenti) nel momento in cui venne a cessare l'Unione Europea dei Pagamenti e, come era previsto, entrò in vigore l'Accordo Monetario Europeo.

In base all'A.M.E. i debiti vanno regolati interamente in dollari o in oro. Ciò nonostante, vi sarà ugualmente un vantaggio, per i Paesi meno forti in materia valutaria, a mantenere in vita l'Accordo anziché passare alla attuazione della convertibilità senza alcuna forma di sostegno previsto contrattualmente per momenti di difficoltà. Il vantaggio consisterà nel potere contare sui crediti necessari, sia pure a condizioni da determinarsi caso per caso, e su una permanente forma di cooperazione monetaria. L'Accordo mantiene in vita un Fondo europeo che concede crediti in oro al fine di aiutare i Paesi membri a superare difficoltà di bilancia dei pagamenti nonché un sistema multilaterale di pagamenti per mezzo del quale ogni Paese si impegna a mantenere le fluttuazioni della propria moneta entro limiti determinati, a fornire una garanzia di cambio agli altri Paesi per gli «averi» ufficiali detenuti nella sua moneta e ad effettuare i pagamenti multilaterali dei saldi notificati.

Nessuna innovazione riguardo all'A.M.E. è prevista nel nuovo ordinamento dell'O.D.C.E. che venne proposto nella primavera del 1960 dalla Commissione incaricata di adattare quell'organismo alla nuova realtà economica. La proposta allarga il numero degli Stati membri includendovi Stati Uniti d'America e

Canada Onora solo membri associati); ammette l'entrata di altri Stati, su invito dei Membri fondatori (18 Stati Europei e inoltre Stati Uniti e Canada); attribuisce all'organizzazione il compito dell'espansione dei Paesi sottosviluppati anche al di fuori dell'Europa, per cui la nuova denominazione sarà, O.E.C.D. for Economic Cooperation and Development). La proposta è stata esaminata successivamente dai rappresentanti dei 20 Stati Membri e potrà entrare in vigore appena l'accordo relativo sarà ratificato dagli Stati Membri.

CAPITOLO XX.

LA CONVERTIBILITÀ E LA ALTERNATIVA FRA CAMBI FISSI E CAMBI FLUTTUANTI

§ 1. - Il conflitto fra le direttive della politica economica interna e le esigenze dell'equilibrio internazionale.

Riassumiamo brevemente i termini del problema della convertibilità così come esso si presenta oggi, per affrontare poi un tema molto dibattuto fra gli studiosi: la scelta fra i cambi fissi e i cambi fluttuanti (1).

Il ritorno alla convertibilità rappresenta un altro passo verso la ricostruzione di un soddisfacente ordinamento monetario internazionale dopo la disgregazione del sistema aureo provocata dalla grande depressione e lo sconvolgimento delle relazioni economiche internazionali causato dall'ultima guerra. A Bretton Woods venne saggiamente abbandonata l'idea di far rivivere il sistema aureo perché la mutata struttura di prezzi e costi, rispetto alla situazione prevalente prima della, guerra 1914-18, ne avrebbe seriamente ostacolato il funzionamento.

Con la creazione del Fondo Monetario Internazionale si volle ritenere il vantaggio della stabilità dei cambi, tipica del sistema aureo, ma al tempo stesso si volle prendere atto della rigidità dei costi quale impedimento al tradizionale procedimento di superare i disturbi nella bilancia dei pagamenti e si legittimò il ricorso al ritocco dei cambi come procedimento sostitutivo.

Attualmente lo stato di fatto non è mutato. In un certo senso si può dire si sia ancor più consolidato: perdura la rigidità dei salari e inoltre si è maggiormente estesa la politica tendente a conservare un alto e stabile livello di occupazione. Nessuno pensa pertanto che si possa far luogo all'applicazione delle regole deflazionistiche tradizionali per superare il disquilibrio deficitario della bilancia dei pagamenti. Ma altrettanto deve dirsi anche circa la eventuale adozione delle regole espansionistiche nel caso di eccedenza. Tuttavia, per

1) Nelle pagine che seguono viene largamente utilizzato il saggio da me pubblicato nella rivista *Economia Internazionale* Vol. IX, n. 4, sotto il titolo: *Il ripristino della convertibilità e l'alternativa fra cambi fissi e cambi fluttuanti*.

superarne gli inevitabili disturbi nei pagamenti internazionali conservando la convertibilità monetaria, senza dover ricorrere cioè alle restrizioni quantitative e al controllo dei cambi, un modo per riaggiustare le varie economie fra loro deve essere pure attuato. Ed ecco che, guardando realisticamente i veri termini della questione, si decide a Bretton Woods e si raccomanda ancora oggi, di capovolgere il procedimento tradizionale; invece di adattare prezzi e redditi al livello dei cambi è preferibile adattare il livello dei cambi a quella struttura dei prezzi e redditi che è capace di rettificare il disquilibrio. In sostanza, questa nuova formula prende atto e si sforza di superare un conflitto: il conflitto fra le direttive della politica economica interna e le esigenze dell'equilibrio internazionale.

Il consenso pressoché generale intorno ad essa è stato favorito dai risultati dell'accurato riesame della teoria classica del commercio internazionale compiuto negli ultimi anni. Si è giunti a constatare che, in vista delle grandi trasformazioni dell'economia, quella teoria «non ha diretta rilevanza per il mondo contemporaneo» (1). Ciò esige dunque che il meccanismo equilibratore venga opportunamente modificato.

Quella formula però può dar luogo a due diverse applicazioni. La variazione del corso dei cambi può essere affidata direttamente al mercato. In caso di bilancia deficitaria, di un dato Paese, la domanda di divise estere supera l'offerta e fa salire il corso dei cambi; si ha tutta una serie di conseguenze sui prezzi d'importazione e di esportazione espressi in termini di divise estere, che finisce per capovolgere la situazione; si giunge cioè ad un nuovo equilibrio fra domanda ed offerta di divise estere. Questo è il sistema dei cambi variabili.

Oppure si può ufficialmente fissare un corso dei cambi della moneta nazionale rispetto all'oro e alle altre monete, che viene mantenuto anche quando sia minacciato da disturbi visibilmente transitori e agevolmente superabili con l'impiego di riserve; però le autorità monetarie sono autorizzate a mutarlo quando si tratti di correggere un disquilibrio grave della bilancia dei pagamenti. Anche in questo caso, che è quello dei cambi fissi, la svalutazione attuata dalle autorità monetarie chiamate a lottare contro la bilancia deficitaria fa sì che i prezzi d'importazione e di esportazione espressi in termini di divise estere mutino in modo che le importazioni diventino più onerose per i compratori interni e le esportazioni più favorevoli per i compratori esteri.

In entrambe le applicazioni è la variazione del corso dei cambi che mette in moto il processo equilibratore; solo che nella prima la variazione è automatica mentre nella seconda è lasciata alla decisione delle autorità monetarie.

1) VINER, *International economics*, 1951, p. 10. L'affermazione che viene subito dopo quel giudizio è che «per questo mondo contemporaneo forse non vi è né vi può essere una teoria generale adeguata». Ma ciò lascia perplessi anche se l'aggettivo generale attenui la portata della pessimistica dichiarazione. Basti riflettere che in non pochi altri settori la teoria classica è stata riveduta o perfezionata o anche — e non senza successo — sostituita!

Quale delle due si allontani meno dal meccanismo del sistema aureo è difficile dire: la seconda ne ritiene, sia pure con il correttivo dei mutamenti da attuare in determinate circostanze, la stabilità dei cambi; la prima peraltro conserva una certa misura di quell'automatismo che caratterizza il sistema aureo.

Il metodo dei cambi fissi con possibilità di mutamenti è quello che venne introdotto con l'istituzione del Fondo Monetario Internazionale. Più che dalla stabilità dei cambi esso è caratterizzato da una «relativa stabilità dei cambi»; più appropriata è l'espressione di lingua inglese: *adjustable peg*. Ma nell'uso corrente viene accolta l'espressione di metodo dei cambi fissi, che viene appunto contrapposto a quello dei cambi liberamente oscillanti.

A quale dei due metodi deve essere data preferenza ora che si ritorna alla convertibilità? Ecco il problema che ci accingiamo ad illustrare nelle pagine che seguono; non col proposito di dare la risposta ma di contribuire a chiarirne i veri termini.

§ 2. - *L'esperienza dei cambi fluttuanti in Gran Bretagna e in Canada.*

A prima vista si direbbe che l'indicazione decisivo dovesse venire dall'esperienza di questo dopoguerra. Ed infatti vi è chi avanza l'alternativa dei cambi liberi col motivo che l'altro metodo non ha dato risultati favorevoli. In verità non si hanno elementi sufficienti a sostegno di questa interpretazione.

I fattori in gioco sono troppo numerosi perché si possa agevolmente attribuire l'insoddisfacente funzionamento dei rapporti monetari internazionali negli ultimi anni proprio al metodo dei cambi fissi. Innanzi tutto, è ormai riconosciuto che quell'assetto monetario sopravvalutò le capacità di ricostruzione e di ripresa dell'economia europea. La blanda applicazione dello Statuto del Fondo Monetario Internazionale, da una parte, e il programma di aiuti all'Europa dall'altra, ne sono la dimostrazione. Si aggiunga che il fallito tentativo di stabilire nel 1947 la convertibilità della sterlina, durato poco più di quattro settimane, non giovò certo alla fiducia del pubblico nella moneta, sia in Gran Bretagna sia altrove. In tali sfavorevoli circostanze è difficile dire se un diverso sistema avrebbe dato risultati migliori. Quanto all'episodio della sensibile svalutazione della sterlina nel 1949, è indubbiamente sostenibile che la rigidità del cambio possa aver incoraggiato la speculazione laddove nel sistema dei cambi variabili la speculazione avrebbe contribuito ad attenuare la caduta. Ma si tratta solo di supposizione probabile, la cui forza dimostrativa non è superiore alla opposta opinione che la non sufficiente fiducia nella moneta, a quell'epoca, avrebbe influenzato la speculazione anche nell'ipotesi di cambi flessibili.

A favore della flessibilità si possono d'altra parte invocare delle esperienze positive: quella recente del Canada, e finanche quella britannica che seguì alla svalutazione del 1931. Tuttavia, non avrebbe torto chi richiamasse l'attenzione sulla diversità di situazioni a cui si fa riferimento in questo dibattito. L'esempio del Canada parla sì a favore della flessibilità: ma limitatamente ad un'economia solida e ad una moneta sul cui piano non si possono certo collocare le monete

deboli, che ora si tratta di rendere convertibili. Quanto all'esito soddisfacente della direttiva monetaria britannica dopo il 1931 non bisogna dimenticare che si era allora all'inizio della disgregazione del sistema aureo e che, nonostante l'enorme impressione destata dalla grave decisione britannica, l'orientamento prevalente in Europa era ancora per la moneta stabile. Quella, mentalità, dominante non può essere rimasta senza effetto sul successo del cammino intrapreso dalle autorità britanniche.

Questo soppesare minuzioso di pro e contro non vuol portare a risolvere in partenza l'alternativa vuole anzi aprire quell'alternativa suggerendo che, data, la scarsa disponibilità di dati sperimentali e data la malagevole interpretazione dei dati stessi, riferentisi a situazioni, ad epoche e ad ambienti sensibilmente diversi da quelli attuali, è preferibile valutare i due sistemi dei cambi fissi e dei cambi flessibili nei loro rispettivi meriti e demeriti, come essi si presentano alla luce della teoria economica.

§ 3. - La flessibilità come primo passo per il ritorno alla convertibilità.

Per semplificare la trattazione è bene premettere che l'uno e l'altro metodo presuppongono l'esistenza di un certo numero di condizioni che sono indispensabili per potersi parlare di convertibilità e che qui vengono semplicemente enumerate:

- eliminazione delle restrizioni quantitative e del controllo di cambi, che toglierebbero il contenuto essenziale alla convertibilità (1);
- raggiungimento dell'equilibrio monetario, vale a dire assenza di inflazione;
- disponibilità di un volume sufficiente di riserve e possibilità di attingere, in caso di bisogno, ad un Fondo Internazionale;
- concomitanza nell'adozione della convertibilità, del maggior numero possibile di altri Paesi.

Quando si affaccia la proposta dei cambi flessibili, è bene cominciare con una distinzione.

Essi possono essere considerati come espediente utile nella vera e propria fase di transizione dal regime di restrizioni e di controlli a quello di convertibilità, ovvero come un metodo vantaggioso per superare futuri disturbi nella bilancia dei pagamenti, una volta che si sia già entrati nella fase di convertibilità.

Come espediente temporaneo, che consenta di saggiare la situazione per accertare quale sia il livello dei cambi adeguato, la proposta solleva obiezioni di gran lunga meno serie che come metodo diretto a facilitare il ristabilimento

1) Questa precisazione è necessaria; vi sono alcune poche limitazioni al regime di convertibilità che sono compatibili con lo scopo perseguito, che è quello di consentire la massima possibile divisione internazionale del lavoro.

dell'equilibrio. Ma anche nella limitata portata così precisata, la flessibilità merita invero di essere più attentamente considerata, specialmente in relazione alle vicende monetarie del periodo immediatamente precedente nei singoli Paesi, in cui si trattò di attuare il passaggio. Là dove la fiducia nella moneta, fortemente scossa per gravi disordini e violente perturbazioni, era stata ristabilita solo dopo un certo periodo di stabilità dei cambi con l'ausilio dei controlli, il rischio di un sensibile deprezzamento come primo contraccolpo dell'iniziata transizione è troppo forte perché valga la pena di sperimentare quell'espedito.

Assai più sicuro e ugualmente promettente è di anticipare questo lavoro di ricerca del cambio adeguato consentendo un mercato libero parallelo a quello vincolato, in guisa da ottenerne sufficiente orientamento per il momento della dichiarazione di convertibilità. La linea di condotta seguita dall'Italia, negli ultimi anni porta spontaneamente a questa raccomandazione (1). Il tipo di oscillazioni del cambio svolgentesi in un mercato parallelo a quello controllato può essere utilizzato con successo anche in vista di passare ad un regime di cambi fissi. Questo è il caso dell'Austria, che nel 1953 adottò un tasso di svalutazione corrispondente esattamente a quello vigente nel mercato libero e poté subito dopo constatare che l'indicazione raccolta era esatta.

Si può concludere questo punto ritenendo che la flessibilità come primo passo per il ritorno alla convertibilità, e cioè come strumento di ricerca del saggio di equilibrio, qualunque sia il regime dei cambi che si pensi d'adottare successivamente, va preso in considerazione solo là dove il rischio di una reazione sfavorevole su tutta la linea sia minimo.

§ 4. - La flessibilità come metodo per consolidare la convertibilità già ristabilita.

Il problema veramente importante è di decidere dei vantaggi del metodo, a convertibilità attuata. La tesi principale è infatti questa: supposto di aver raggiunto comunque il livello d'equilibrio ovvero che non sia necessario alcun mutamento nel saggio di equilibrio nelle condizioni esistenti, la flessibilità, è desiderabile per cimentarsi coi futuri perturbamenti.

Per essere precisi bisognerebbe occuparsi di un terzo modo di intendere la flessibilità e cioè come un «ideale di perfezione» a cui si può aspirare assai dopo il passaggio alla convertibilità, e dopo un lungo esperimento favorevole. A sostegno della flessibilità come ideale lontano, viene invocato soprattutto il principio che attualmente le economie non hanno raggiunto quel riaggiustamento strutturale che può consentire di affrontare le oscillazioni dei cambi senza il rischio che il mercato si abbandoni ad una valutazione sfavorevole della moneta e la faccia così irrimediabilmente precipitare.

1) Di questo avviso è anche il BRESCIANI TURRONI, *Some Aspects of Italy's Balance of Payments*, in «Review of the Economic Conditions in Italy» 1054, p. 125.

Inserendo nella discussione questa terza nozione di flessibilità, si complica però inutilmente il problema ovvero ci si allontana dalla questione attuale. Per un verso si tratta d'interpretare il «pieno riaggiustamento strutturale»; può darsi che, nonostante l'enfasi posta sulla lunghezza del periodo di tempo, esso coincida con alcune delle condizioni che per consenso unanime sono indispensabili perché si possa passare alla convertibilità; in tal caso la terza nozione si identificherebbe sostanzialmente con la seconda, la quale pure esclude che la flessibilità, si introduca quando ancora vi sia «pressione sulla moneta». Per altro verso, spingere lo sguardo tanto innanzi da presagire tempi normali per i quali sarebbe adatta la flessibilità, significa portare il dibattito su un piano diverso da quello della odierna controversia.

I propugnatori della flessibilità sono pronti ad ammettere che il sistema ideale è la stabilità dei cambi e che ad essa si potrebbe passare quando si fossero accumulate sufficienti riserve ovvero si costituisse un fondo di stabilizzazione, dopo che il corso dei cambi avesse raggiunto un livello di equilibrio assicurante la stabilità. Sicché la preferenza per un sistema ideale, adatto ai tempi normali, diverso da quello comunemente ammesso, richiede argomentazioni e ragionamenti diversi da quelli rilevati nella disputa attuale.

Tornando, adunque, alla flessibilità, come metodo per consolidare una convertibilità già introdotta e che prima o dopo si dovrà cimentare con gli inevitabili perturbamenti, bisogna fare lo sforzo di individuare quale sia il principale suo vantaggio rispetto al sistema che ho definito della stabilità relativa. Allorché sopraggiungono difficoltà monetarie, ad esempio perché i salari nel Paese considerato sono saliti di più che altrove, ovvero perché le importazioni sono improvvisamente aumentate in conseguenza di sfavorevole annata agraria ovvero perché le esportazioni si sono ridotte per diminuita domanda o per incapacità di mantenere certi mercati, si tratta, una volta scartata la soluzione deflazionistica, di servirsi della variazione del livello dei cambi per ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Infatti, le difficoltà monetarie si manifestano come conseguenza di una relazione fra prezzi interni e prezzi esteri tale che le importazioni superano le esportazioni. Operando la svalutazione della moneta rispetto alle altre nella misura, adeguata si provoca una alterazione nei rapporti fra prezzi interni e prezzi di importazione e d'esportazione che riconduce all'equilibrio. (Questo ragionamento abbreviato, che semplifica eccessivamente la materia, sarà ripreso più avanti). Per raggiungere lo scopo si possono seguire due vie: o lasciare che il mercato dei cambi, liberamente oscillante sotto l'azione di domanda e di offerta, trovi il livello di equilibrio (cambi flessibili) ovvero mantenere stabile il livello prescelto fino a quando è possibile e poi ad un certo momento apportare la variazione ritenuta adeguata (stabilità relativa dei cambi). Quale procedimento è preferibile (1)?

I sostenitori della flessibilità esaltano il vantaggio della maggiore attendibilità del livello dei cambi raggiunto attraverso il gioco del mercato rispetto a quello determinato dalle autorità monetarie. Nessuno — essi

sostengono — può calcolare preventivamente con precisione quanto grande deve essere la svalutazione per assicurare l'equilibrio in regime di convertibilità. Per conseguenza l'organo chiamato a decidere, per mettersi al sicuro ed evitare l'imbarazzo di dover ripetere l'operazione, avrà, tendenza a svalutare piuttosto più del necessario che troppo poco. Perciò quel procedimento non è soddisfacente.

Non basta: è in gioco non solo il quantum della svalutazione ma anche il quando. Nessuno può affermare con certezza — essi aggiungono — se un deterioramento della situazione dei cambi esteri segni l'inizio di una crisi seria, cioè indichi un disquilibrio fondamentale, quando una svalutazione, che alla fine si rivelerà necessaria, dovrebbe essere attuata come misura preventiva, ovvero se si tratti di un malessere temporaneo, che va curato utilizzando le riserve o contraendo un prestito. Ammettere il contrario significherebbe far troppo credito all'abilità, alla capacità e alla saggezza delle autorità monetarie. In verità non è facile confutare validamente l'affermazione; anche se, a suo tempo, si potrà domandarsi come si concili quest'atteggiamento pessimistico con la fiducia accordata, alle stesse autorità monetarie allorché si attende da loro una sottile, tempestiva e ben dosata strategia di contro-speculazione.

§ 5. - Alcune obiezioni alla flessibilità dei cambi.

Diamo, comunque, per dimostrata la superiorità dei cambi flessibili nella ricerca del livello di svalutazione rispondente alle esigenze dell'equilibrio.

La prima obiezione che si presenta spontanea è che la oscillazione dei cambi non è fatta per incoraggiare l'estendersi delle operazioni di scambi internazionali. È vero che flessibilità dei cambi non significa instabilità dei cambi, ma essa consente innegabilmente frequenti variazioni dei cambi. Notoriamente questa non è una prospettiva propizia, perché accresce inevitabilmente i rischi ed ostacola la concessione di prestiti a lungo termine. È vero pure che contro i rischi ci si può coprire con operazioni a termine sulle valute, ma la conseguenza è l'accrescimento dei costi, che per altra via è suscettibile di ostacolare l'auspicata espansione degli scambi internazionali. Ora è chiaro che, nella misura in cui operano questi fattori, viene ad indebolirsi l'obiettivo fondamentale della convertibilità.

Probabilmente questa preoccupazione deve essere a base della tesi, che altrimenti apparirebbe contraddittoria, secondo la quale il rapporto sterlina-dollaro dovrebbe essere stabile, non importa se le altre monete siano soggette a considerevoli oscillazioni. La proposta si può difendere appunto col motivo che

1) Il problema dei cambi flessibili può essere affrontato anche in altro modo. Lo si può contrapporre non giù al metodo della correzione saltuaria dei cambi ma a quello della stabilità mantenuta mediante la politica deflazionistica. Così il BRESCIANI TURRONI, *On the convertibility of the Lira*, in «Review of the Economic Conditions in Italy», 1955, p. 216.

la fluttuazione della sterlina, data l'enorme proporzione del commercio mondiale che la utilizza, sarebbe troppo pregiudizievole per l'avvenire degli scambi a causa dell'elemento di rischio che essa apporterebbe. Niente di paragonabile, sarebbe da temere dalla flessibilità di altre monete (1).

Delle non poche altre obiezioni menzioniamo solo le più importanti. Esse sembrano avere tutte una portata minore di quella ora segnalata.

Si fa presente da alcuni che le banche centrali saranno meno desiderose di tenere come parte delle riserve le monete estere se non avranno la certezza che queste conserveranno valore stabile. Saranno, obbligate perciò a procurarsi oro, e ciò potrà determinare effetti deflazionistici (1). Ma, specialmente dopo quanto si è detto circa la possibile soluzione delle aree monetarie con stabilità interna e con monete-guida oscillanti l'una rispetto all'altra, (2), è facile vedere che non siamo di fronte a una critica assai importante.

Altri fa valere che, mentre coi cambi stabili il deterioramento della moneta provoca, anzi si manifesta subito con l'uscita delle riserve, il che induce a adottare prontamente le misure necessarie, coi cambi flessibili il meccanismo è più lento e gli incentivi ad una politica appropriata, eventualmente di disinflazione, sono più deboli (3). Qui vi sono due aspetti da considerare. Il primo è la tempestività, dell'azione. esatto che i segnali di allarme sono più sensibili nella prima ipotesi. Però, come si è avuto occasione di notare sopra, essi non sono decisivi quanto al tipo di azione che si richiede nel caso specifico e propriamente non dicono se è sufficiente operare con le riserve o con prestiti

1) È appena il caso di richiamare l'attenzione sul fatto che questa «combinazione» non ha niente da vedere con la soluzione della flessibilità di intere aree monetarie anziché di singole monete rispetto a tutte le altre. In tal caso, per restare all'esempio della sterlina, questa moneta, anziché rimanere stabile in rapporto col dollaro, oscillerebbe e con essa oscillerebbero tutte le monete rientranti nell'area. Incidentalmente da notare che la tesi della flessibilità si difende meglio con la soluzione di aree monetarie con stabilità interna delle monete ad essa appartenenti, che si adattano alle fluttuazioni della moneta-guida, anziché con la soluzione delle fluttuazioni di ciascuna moneta rispetto a tutte le altre. Una svalutazione che viene presentata come allineamento con un gruppo di altre monete è suscettibile di scuotere la fiducia del pubblico assai meno di una svalutazione attuata dal solo Paese in questione.

1) JACORSSON, *Stable or Fluctuating exchange Rates?*, in «Quarterly Review of Skandinaviska Banken Aktiebolag», 1954, p. 86.

2) Si veda la nota (1) della pagina precedente.

3) GOEDHART, *conditions for convertibility*, nel Volume: AUTORI VARI, *La convertibilità monetaria*, op. cit., p. 60. È possibile che il G. consideri l'alternativa alla flessibilità dei cambi in modo diverso da quello che qui viene seguito. E cioè egli può guardare piuttosto ad una stabilità dei cambi del tipo del sistema aureo anziché ad una stabilità relativa, secondo il concetto che ho sopra illustrato. Infatti egli ritiene che la convertibilità di cui oggi si tratta differisce relativamente poco dal sistema aureo quale esisteva anteriormente alla Prima guerra mondiale» (p. 61). Se questa è l'interpretazione esatta, allora le mie osservazioni vanno dirette alla sua tesi. Comunque esse non sono prive di bersaglio perché la stessa obiezione ai cambi flessibili viene mossa anche da studiosi che accettano la stabilità relativa.

oppure in altro modo, sia esso quello energico di lotta all'inflazione ovvero quello della svalutazione. L'altro punto riguarda gli incentivi. probabile che la difesa della stabilità dei cambi dia alle autorità monetarie un'arma di difesa contro le pressioni inflazionistiche interne assai più efficace di quanto non accada in regime di cambi flessibili. Ma l'argomentazione non appare decisiva. Tutto dipende dalla fermezza con cui sono decise ad agire in entrambe le situazioni le autorità monetarie.

§ 6. - La speculazione come fattore di disturbo della convertibilità.

Veniamo ora alla grossa e complicata questione della speculazione. Una delle critiche più frequenti alla flessibilità, dei cambi è che essa renda la moneta preda della speculazione: la moneta viene considerata favorevole investimento in un determinato momento non appena essa subisce una variazione inattesa, i capitali vengono disinvestiti e trasferiti ad altro mercato, salvo a tornare di nuovo al precedente mercato se e quando ciò divenisse ancora conveniente; inoltre la pressione speculativa può accanirsi talmente contro la moneta il cui cambio vada sensibilmente peggiorando da aggravare sempre più il male e compromettere infine la convertibilità.

Il fatto curioso è che l'argomentazione della speculazione come fattore disturbatore della convertibilità viene avanzata anche dai fautori dei cambi flessibili, contro il metodo della stabilità relativa. Ciò richiede un chiarimento preliminare. La flessibilità dei cambi può essere praticata in due modi: può essere flessibilità limitata ad un certo margine al di sopra e al di sotto del livello di equilibrio ovvero può non essere accompagnata da quel limite. Dalla scelta dell'uno o dell'altro tipo di convertibilità discendono conseguenze importanti, specialmente nei riguardi delle manovre speculative.

La critica ai cambi flessibili, in quanto permettano una speculazione altamente pregiudizievole alla convertibilità, della moneta in crisi, non può essere rivolta alla flessibilità limitata perché se è vero che essa è esposta all'azione dissolutrice della speculazione, non si trova, per questo rispetto, in situazione peggiore del sistema con stabilità relativa. In quest'ultimo caso, come è noto, è fissato il limite al di sotto del quale il cambio non discende, salvo a decidere ad un certo momento la svalutazione, perché la situazione non può essere più a lungo mantenuta. La speculazione, constatando il deficit della bilancia, dei pagamenti, prevede la inevitabile svalutazione e procede a colpo sicuro nella vendita di quella moneta contro divise estere perché ha la certezza che se una decisione vi sarà non potrà certo essere quella dell'elevazione del valore della moneta. Questa speculazione, che si muove in una sola direzione, come si suol dire, è priva di rischio per chi la pratica, a cui assicura guadagni certi, mentre è sempre dannosa per la moneta anche perché espone a perdite certe le autorità monetarie. Queste infatti devono, fino al momento della dichiarata svalutazione, accettare la moneta al precedente valore, in termini di

divise estere; e dopo, a svalutazione avvenuta, devono cedere la moneta ricevuta ad un valore inferiore in termini di valuta estera.

Ma questa argomentazione va rivolta anche al tipo dei cambi flessibili accompagnati dal limite di oscillazione. Una volta che il cambio è giunto al limite inferiore, la speculazione può ritenere come assai improbabile che vi sarà aumento di valore della moneta; se mai vi sarà, diminuzione.

Il discorso è diverso quando si ha da fare con flessibilità senza limiti. Su questo terreno dovrebbe decidersi della superiorità dei cambi flessibili o della stabilità relativa circa il modo di difendersi dalla speculazione. A prima vista si direbbe che il responso sia favorevole all'ultimo sistema. Le oscillazioni dei cambi senza limiti offrono certamente largo campo alle manovre speculative che, una volta orientate verso il deterioramento di una moneta, possono spingersi tanto avanti nel liberarsene da paralizzare irrimediabilmente la convertibilità. Ma contro questa possibilità, che è un caso estremo e che per realizzarsi deve in realtà presupporre una condotta piuttosto fiacca da parte delle autorità monetarie, ci sono importanti considerazioni da far valere. A differenza che nell'ipotesi precedente, qui la speculazione si svolge in due direzioni e può agire anche nel senso equilibratore. Può accadere che, una volta iniziata la fase di deprezzamento, la speculazione ritenga che essa non andrà, ulteriormente più avanti e che prima o dopo avranno modo di esercitare i loro effetti le forze equilibratrici, coadiuvate dalla politica monetaria. Allora essa comincerà ad acquistare la moneta nell'attesa del suo andamento in senso contrario. Ciò, di per se stesso, contribuirà a migliorare la situazione della moneta.

Questa possibilità, che conferma, in fondo, la funzione positiva della speculazione nei mercati liberi, deve essere senz'altro riconosciuta. Tuttavia il ragionamento non è ancora completo. Nessuno può escludere che la speculazione commetta errori ed errori gravi che, mentre penalizzano chi la pratica, sconvolgono i mercati che attenderebbero invece di essere ricondotti all'equilibrio. Gli errori possono essere o nel senso della direzione o nell'ampiezza delle oscillazioni. Nel primo caso, cioè, si prevede che il deterioramento, una volta iniziatosi, non abbia a fermarsi: allora la speculazione, lasciata guidare dalla erronea posizione, neutralizza le forze favorevoli alla ripresa della moneta. Nel secondo caso la previsione della direzione è esatta ma è sbagliata la prevista ampiezza del movimento. Si fanno eccessivi acquisti della moneta, fino a portarne il valore ad un livello che appare poi insostenibile; di qui la precipitosa liquidazione con effetti disastrosi per gli speculatori e per la moneta stessa.

La logica dei cambi flessibili, che giustamente intende utilizzare la speculazione nella sua funzione positiva, è chiamata, a prevenire le manifestazioni patologiche. Essa esige perciò che le autorità monetaria si agguerriscano per agire con la contro-speculazione, la quale, operando in senso contrario alle manovre errate, o per direzione o per ampiezza, salvaguarda la moneta dagli attacchi disequilibratori. Tutto ciò è possibile concepire ed attuare mediante fondi di stabilizzazione dei cambi, di cui ormai si conoscono l'efficacia

ed i limiti. Naturalmente occorrono, in chi si assume la responsabilità, doti non comuni di oculatezza, di rapida percezione e di pronta decisione.

A questo punto vien fatto di domandarsi se, facendo credito di tanta capacità a chi deve evitare gli scogli nella navigazione dei cambi flessibili, non si commetta ingiustizia nel disconoscerla a chi, in regime di stabilità relativa, si trova di fronte a difficoltà non necessariamente più gravi e comunque di non diversa natura dalla determinazione del *quantum* e del *quando* della svalutazione, come si è detto a suo tempo.

§ 7. - *Le variazioni dei cambi e la loro efficacia equilibratrice.*

Resta ora da esaminare un ultimo punto che appare il nodo centrale dell'intera controversia: l'efficacia equilibratrice delle variazioni dei cambi. Secondo la formulazione abbreviata, che è stata espressa all'inizio di questo capitolo, la svalutazione operata per combattere una bilancia dei pagamenti deficitaria dà luogo ad un mutamento dei prezzi, in termini di divise estere, tale che le importazioni risultano scoraggiate mentre vengono stimulate le esportazioni, fino a quando un nuovo equilibrio si ricostituisca. Ora è arrivato il momento di guardare più da vicino il significato di quell'affermazione (1). Nessun dubbio essa solleva quando si consideri un periodo di tempo sufficientemente lungo per consentire i necessari spostamenti dei fattori produttivi verso i rami di attività che lavorano per l'esportazione. Ma si può dire altrettanto per i brevi periodi? Molto dipende dalla elasticità della domanda delle importazioni del Paese considerato e dei Paesi con cui il primo è in rapporti di scambio. Non si può escludere che, come prima conseguenza, si abbia un peggioramento del disquilibrio: all'esportazione si può avere un aumento quantitativo, ma al tempo stesso una diminuzione di prezzo in termini di divise estere; all'importazione la quantità può rimanere immutata nonostante il crescente onere per l'acquisto.

Una veduta pessimistica non è tuttavia giustificata. Intanto, è bene ricordare che, oltre che dell'effetto di reddito derivante dall'influenza della variazione di prezzo sulla domanda, va tenuto conto anche dell'effetto di sostituzione (1). Più importante è però richiamare l'azione dei movimenti speculativi, che reagiscono rapidamente: ad esempio l'accumulazione di scorte oltre la misura normale o, viceversa, il lasciare abbassare il livello delle scorte al di sotto di quel volume, a seconda della convenienza del momento. Fra ciò che è operazione speculativa e ciò che è operazione produttiva non è facile tracciare una linea definita di demarcazione. Ogni operazione di produzione, si può dire, riveste un carattere speculativo più o meno palese mentre d'altra parte è relativamente facile simulare un'operazione speculativa.

1) MEADE, *The Balance of Payments*, London, 1951, p. 77-78.

Tuttavia, è gioco forza riconoscere che l'adattamento dei fattori produttivi alle esigenze volute dalla variazione del valore esterno della moneta entro il periodo utile non ha uguale probabilità di verificarsi nei vari tipi di economie. È chiaro, infatti, per parlare solo dei casi estremi, che economie a struttura diversificata, fortemente sviluppate e altamente industrializzate e dotate di organizzazione commerciale progredita, si trovano in posizione migliore di quelle sottosviluppate. Un'economia dipendente in alto grado dalla importazione di materie prime e di derrate alimentari e priva al tempo stesso di una duttile e versatile organizzazione mercantile, come l'economia italiana, non può ritenersi sicura di superare la prova (1). La casistica potrebbe continuare. È sufficiente però la constatazione che la direttiva non è suscettibile di applicazione generale.

Questa constatazione va estesa anche ad altri aspetti. Da quanto si è detto appare chiaro che la politica dei cambi non può essere dissociata dalla politica concernente i vari settori dell'economia considerata. Il successo della prima è condizionato dal mantenimento di condizioni propizie e in modo particolare di un certo livello di occupazione che, pur senza essere la piena occupazione, nemmeno nel significato mitigato del termine, renda almeno tollerabili le inevitabili ripercussioni degli spostamenti e adattamenti richiesti per tornare all'equilibrio. Dove si registra un'alta percentuale di disoccupazione cronica, come in Italia, il processo è innegabilmente assai più laborioso che altrove.

§ 8 - Il problema essenziale della politica dei cambi.

Un ulteriore esame del problema induce però ad un'altra importante constatazione: le difficoltà d'adattamento di breve periodo si riferiscono al metodo delle variazioni del corso dei cambi come tale e cioè sia alla formula dei cambi flessibili sia a quella della stabilità relativa.

(La soluzione da proporre eventualmente come alternativa, sarebbe quella tradizionale del sistema aureo; ma quella è stata preliminarmente lasciata da parte perché gli ostacoli interni, data la attuale struttura economica e la presente costellazione di forze politiche e sociali, sono da ritenere insuperabili. E qui non è il caso di riprendere la questione).

Se il ragionamento che precede è corretto, si può affermare di disporre ormai degli elementi sufficienti per la chiarificazione dei veri termini dell'antitesi fra cambi flessibili e cambi stabili con variazioni saltuarie. Di una effettiva, dimostrata, inoppugnabile superiorità dell'uno o dell'altro metodo non si può parlare. La flessibilità presenta senza dubbio aspetti favorevoli ma, nel complesso, appare anch'essa condizionata da quell'abilità e sagacia delle autorità monetarie che, se venisse riconosciuta in via generale, non lascerebbe neanche sussistere il dilemma fra flessibilità e stabilità. Se è così, perde di

1) In questo senso credo di interpretare il pensiero del BRESCIANI TURRONI, *Some aspects of Italy's Balance of Payments*, op. cit., p. 125. 381

importanza la disputa su questo dilemma.

Resta invece in tutta la sua gravità il problema comune ad entrambi i metodi, di assecondare, con una opportuna politica economica interna, gli adattamenti al mercato internazionale. Se di una antitesi si vuol parlare, a proposito di convertibilità, è più appropriato riferirsi al conflitto tra politica economica interna ed esigenze dell'equilibrio internazionale che all'alternativa fra cambi fissi e cambi variabili. 383

CAPITOLO XXI.

LA BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI

§ 1. - Caratteri essenziali della Banca Europea per gli Investimenti

La Banca Europea per gli Investimenti, che rappresenta uno degli anelli più significativi della catena di istituzioni che si viene apprestando per giungere all'integrazione economica, europea, si inquadra in quella cornice di organismi finanziari e creditizi internazionali, largamente sviluppati in questo dopoguerra, che avevano avuto inizio nell'intervallo fra le due guerre, allorché si diede vita alla Banca dei Regolamenti Internazionali. opportuno cercare di fissare preliminarmente nella maniera più sintetica possibile il carattere del nuovo organismo. Cominciamo col vedere ciò che esso non è, per arrivare meglio preparati a chiarire ciò che esso è. La Banca per gli Investimenti non è la Banca dell'Europa, cioè la Banca centrale dell'Europa, sul modello delle banche di emissione dei singoli Paesi aderenti al Mercato Comune. importante chiarire ciò, perché non è infrequente il caso di imbattersi in entusiasti sostenitori dell'Europa federata, i quali preconizzano, già, a breve scadenza, un sistema unico di emissione monetaria, un unico medio circolante, un'unica politica monetaria e creditizia. Ciò non è sostenibile, perché nella, situazione creata dal Trattato del Mercato Comune ciascuno dei sei Paesi partecipanti conserva la propria autonomia per quanto riguarda il sistema monetario. Responsabile del mantenimento del valore della moneta, è ancora ciascuno degli Stati; per quanto attiene alla politica monetaria, benché non manchino prescrizioni vincolanti, queste sono limitate a quanto è necessario per favorire l'eliminazione delle restrizioni agli scambi e dei controlli valutari. Infatti, il Trattato del Mercato Comune contiene un'unione doganale, ma non contiene *un'unione monetaria*.

Sarebbe lungo il dover illustrare questo punto; qualche parola tuttavia deve essere detta allo scopo di fugare l'impressione di chi voglia dedurre l'arbitraria illazione che non si sia voluto col Trattato realizzare tutto quello che si poteva per affrettare il processo di integrazione che l'Europa non si trova ancora vicina ad un consolidamento monetario tale da indurre i vari Paesi ad obbligarsi consapevolmente e a sottoporre coerentemente a misure comuni l'intera condotta monetaria. Gli istituti nazionali di emissione sopravvivono, continuano ad agire in autonomia e indipendenza, anche se è previsto, in due punti del Protocollo

speciale relativo alla Banca degli Investimenti, che nell'esecuzione delle proprie operazioni il nuovo organismo tratterà sistematicamente con le banche di emissione dei vari paesi.

Si aggiunga infine una considerazione decisiva contro l'Opinione di chi lamenta che non si sia giunti alla unificazione monetaria europea. Una siffatta decisione è strettamente condizionata dall'incidenza politica del Trattato di Roma. Certamente le condizioni propizie alla unificazione monetaria si avranno se si perverrà ad una vera e propria federazione dei sei Stati costituenti la piccola Europa. Ben altro discorso invece va fatto se l'integrazione non andrà al di là di quel legame che si usa designare come l'Europa delle Patrie, proprio per sottolineare la sopravvivenza di autonomia politica degli Stati membri. La Banca europea per gli Investimenti fa qualcosa, come una cassa di sovvenzione per i paesi più deboli, del tipo, tanto per intenderci, della Cassa del Mezzogiorno nell'ambito della economia italiana? No: è un'istituzione che opera con criteri commerciali. Allora concederà prestiti soltanto quando sarà sicura che il servizio degli interessi e l'ammortamento del capitale siano per essere ricavati dalla gestione delle opere che vengono con ciò finanziate. Né il saggio di interesse sarà, di regola, diverso dal saggio di interesse che si pratica sul mercato dei capitali. In altri termini, non si ha da fare con un'istituzione chiamata a sussidiare iniziative non rispondenti ad esigenze di rendimento o a sovvenzionare le economie deboli.

§ 2. - La Banca Europea per gli Investimenti e le trasformazioni imposte dal Mercato Comune europeo.

Accertato, dunque, che la Banca Europea per gli Investimenti non coincide con una banca centrale dell'Europa, né si identifica con una cassa di sovvenzioni, vediamo ciò che è.

Essa può essere definita un istituto bancario plurinazionale per il finanziamento delle trasformazioni imposte dalla costituzione del Mercato Comune europeo.

È un'istituzione bancaria: e di essa ha le caratteristiche essenziali, perché la sua funzione specifica consiste nel raccogliere fondi e nel metterli a disposizione di determinate attività. È plurinazionale perché il capitale deriva dai versamenti dei governi dei paesi interessati. Ha un compito specifico, quale è quello di fiancheggiare il processo di formazione del Mercato Comune. L'art. 130 del Trattato lascia chiaramente intendere che la Banca trae la sua peculiare ragion d'essere dall'opportunità che si facciano degli investimenti i quali consentano un equilibrato costituirsi del Mercato Comune.

Vengono specificate tre maniere concrete di azione:

- a) mettere in valore zone meno sviluppate;
- b) consentire le riconversioni che sono necessarie quando le risorse locali nei singoli Stati non siano sufficienti;

c) facilitare trasformazioni ed opere in territori al di fuori delle zone europee dei Paesi partecipanti, sempre quando siano deficienti le fonti di finanziamento locale.

Se vogliamo, per analogia, cercare di meglio individuare i caratteri di questa istituzione, non possiamo fare a meno di volgere lo sguardo alla Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, venuta in esistenza con gli Accordi di Bretton Woods del 1944.

L'analogia è duplice: anche quest'ultima Banca è plurinazionale, benché con un'estensione assai più vasta; estensione che sarebbe stata universale nel senso esatto della parola, se l'adesione data in un primo momento dalla Russia fosse stata poi mantenuta al momento della ratifica degli Accordi; comunque, nella sua logica, è di tendenza universale, mentre quella con cui noi abbiamo da fare è di carattere regionale.

Ancora più evidente è l'analogia nella finalità specifica di entrambe: agevolare reintegrazione delle varie economie. Come dice la denominazione della, Banca di Washington (ricostruzione e sviluppo), essa fu determinata dalla constatazione che se non ci fosse stato uno sforzo comune da parte delle Nazioni Unite, la ricostruzione dei paesi danneggiati dalla guerra e dalle sue conseguenze non sarebbe stata agevole, e successivamente lo sviluppo di quelle economie non avrebbe proceduto con quella rapidità che era ritenuta necessaria. Analogamente, oggi noi siamo persuasi che, in mancanza di un organismo che mobiliti il maggior volume possibile di risorse, la trasformazione delle economie chiamate ad inserirsi nel Mercato Comune non può non avvenire che con lentezza.

§ 3. - La funzione della Banca Europea per gli Investimenti in vista della costituzione del Mercato comune.

La Banca europea per gli Investimenti è figlia del nostro tempo economico, che è caratterizzato dall'ansia di conciliare il vecchio col nuovo; di armonizzare il funzionamento del mercato con qual che correttivo che lo integri, lo ritocchi, e lo modifichi, laddove si rivela incapace di agire da solo per l'equilibrio economico e sociale. La linea tradizionale di politica monetaria e creditizia, che si limitava a «poche regole del gioco», vuol essere completata, da forme diverse di azione, perché i soli strumenti monetari e creditizi di tipo tradizionale sono incapaci di favorire quegli adattamenti che sono necessari per raggiungere le disposizioni di equilibrio. Noi, che viviamo nel bel mezzo di profonde trasformazioni, forse ancora non ci siamo resi conto che l'economia contemporanea da qualche decennio a questa parte è impegnata nell'arduo compito di conciliare il vecchio col nuovo: ciò significa assai spesso il settore privato col settore pubblico. Ormai si è visto che il settore privato da solo non sempre riesce a compiere quanto è necessario per fronteggiare le esigenze di una vita economica, che corre ad un ritmo troppo accelerato, rispetto a quella dell'800. Abbiamo tendenza a ragionare piuttosto secondo gli schemi

tradizionali, cioè della concorrenza che risolve tutto; oppure cadiamo troppo facilmente negli schemi opposti della collettivizzazione che, anziché riparare le insufficienze del mercato, lo sostituisce con le decisioni dall'alto.

La realtà è diversa: non vi è oggi un solo paese il quale proclami di essere fedele all'economia di mercato che non abbia introdotto delle misure, alle volte notevolissime, di modificazione di quel meccanismo. Si parla spesso del miracolo tedesco, esaltando i meriti del sistema di concorrenza illimitata; ma chi conosce la Germania di oggi, e ne segue la politica economica, sa che il libero gioco del mercato è colà lasciato indisturbato solo nei settori in cui esso reca visibili vantaggi. Si esamini, ad esempio, la politica agraria della Germania: i piani verdi sono andati addirittura a posizioni estreme nella sconfessione del gioco del mercato, introducendo il principio della parità dei redditi agricoli e industriali, per conseguire la quale occorre evidentemente alterare profondamente il funzionamento del mercato. Lo stesso si può dire degli Stati Uniti d'America, dove pure l'agricoltura offre l'esempio eloquente dello scarso affidamento che si fa delle leggi del mercato in alcuni settori.

Il Trattato istitutivo del Mercato Comune fa analoghi riconoscimenti quando ammette che per qualche settore non si può procedere con lo stesso metodo usato per i rimanenti, e occorre anzi instaurare una politica comune di disciplina del mercato sotto pena di non riuscire nell'intento.

D'altra parte nei Paesi in cui si era ritenuto di sostituire del tutto il sistema del mercato, si viene riconoscendo il fallimento dell'ideologia collettivistica. A poco a poco si fanno concessioni per utilizzare quel benefico fondamento dell'economia che risiede nell'iniziativa del singolo, nello sforzo che ciascuno fa per trovare la via più adatta, e che non può essere mai sostituito da ciò che si fa a tavolino da pochi o molti funzionari, sia pure tecnicamente addestrati. Si pensi alle modificazioni che, sotto questo aspetto, subendo non soltanto l'economia sovietica, ma anche altre, soprattutto quella che abbiamo più vicino, la Jugoslavia. Questa digressione era opportuna per situare nel momento presente le istituzioni europee. Occorre guardare con disinvoltura la realtà, perché solo così si è in grado di formarsene un'idea esatta, e di concepire le proposte adatte. Chi indugia nella sterile posizione di scetticismo per tutto ciò che non è conforme al gioco del mercato, oppure di sfiducia in tutto ciò che si propone di utilizzare le forze del mercato, si preclude la via alla comprensione delle nuove realtà. -

§ 4. - Le finalità specifiche della Banca Europea per gli Investimenti.

Era necessaria questa Banca per lo scopo specifico per cui è stata costituita? Certamente era necessaria, perché in primo luogo favorisce i trasferimenti dei capitali nell'ambito del Mercato Comune, in misura maggiore di quanto i singoli paesi sarebbero stati in grado di fare.

Primo punto: in che senso favorisce i trasferimenti dei capitali da un paese all'altro nell'ambito del Mercato Comune? Non è il caso di insistere tanto sul

fatto che vi è una messa in comune di fondi, che sono versati dai sei Paesi in rapporto alla rispettiva forza economica. Si sa bene che il capitale della Banca è solo di 1 miliardo di unità: di conto, che corrispondono al dollaro (esattamente l'unità di conto è uguale a 0,88 grammi d'oro fino), e che esso è fornito nella misura di 300 milioni dalla Francia, 300 dalla Germania, 240 dall'Italia, 160 dai Paesi del Benelux (86,5 Belgio, 71,5 Olanda e 2 Lussemburgo). Per quanto si possano fare delle riserve a proposito della quota imposta all'Italia, la quale in rapporto al reddito nazionale non è nella proporzione esatta degli altri Paesi; tuttavia, si vede che i Paesi più ricchi contribuiscono in misura maggiore. Ciò apparirà in modo ancora più evidente se e quando il consiglio dei governatori farà, uso del suo potere di chiedere dei prestiti speciali ai sei Paesi contraenti; prestiti che dovranno essere commisurati alla quota di capitale di ciascuno dei Paesi partecipanti.

Ciò che importa è questo: viene facilitato il movimento di capitali, poniamo dalla Germania che ne ha di più, verso l'Italia che ne difetta, in quanto la garanzia della restituzione è accresciuta rispetto alla situazione esistente finora. Il citato Protocollo stabilisce che gli Stati membri sono obbligati a fornire le divise estere a coloro i quali hanno ricevuto i prestiti, e ciò dà, un senso di tranquillità a chi, per intermediazione della Banca europea, per gli Investimenti, fa dei prestiti a qualche Paese del M.E.C. Finora si era sempre esposti al rischio che al momento decisivo la legislazione valutaria dei singoli paesi ponesse dei limiti al trasferimento di divise all'estero. Inoltre, vi è il vantaggio di attrarre capitali dall'estero; e cioè dai paesi più ricchi, come Stati Uniti, Canada, ecc.

Si è osservato che il principio valido nella Banca Europea per gli Investimenti, per il quale ciascuno dei Paesi partecipanti è responsabile solo entro i limiti della quota versata, secondo il procedimento normale delle società commerciali, si traduca qui in un effetto svantaggioso: mentre nelle società, vi è sempre un attivo su cui il creditore può rivalersi, qui non vi è che il capitale, almeno per ora. Ma questa è una valutazione statica, che non tiene conto della grande forza morale, politica ed economica, che assume un organismo bancario quando ha dietro di sé i Paesi della piccola Europa. Basti pensare all'esperienza della CECA, che poté ottenere relativamente presto dagli Stati Uniti d'America un prestito di 100 milioni, quando era ancora agli inizi, e nessuno che avesse voluto procedere solo in base alla consistenza patrimoniale di quell'organismo, del tutto nuovo nella storia dei rapporti economici internazionali, si sarebbe indotto ad accordargli credito.

§ 5. - La raccolta dei fondi.

Esaminiamo adesso le linee fondamentali di questo in quanto Banca. Dobbiamo illustrarne due aspetti, allo stesso modo come faremmo per un istituto di credito di portata nazionale: come si procura le risorse? Come impiega le risorse? a) Ci sono innanzitutto i versamenti iniziali, di cui si è già parlato. È prescritto che la quota di capitale di ciascun paese sia versata per il 25%, a

scadenze varie, che vanno fino a 30 mesi. Importante è che di questo 25% della quota nazionale di ciascun paese, solo 1/4 debba essere versato in oro o in monete convertibili, mentre i 3/4 vanno versati in moneta nazionale. b) Seconda fonte di finanziamento della Banca, sono i cosiddetti *prestiti speciali*. È previsto cioè che, qualora se ne sentisse il bisogno, il Consiglio dei Governatori possa chiedere prestiti ai vari Paesi partecipanti.

Questo è uno dei casi in cui si deve decidere con maggioranza qualificata; tutte le altre volte gli organi della Banca che sono, oltre al Consiglio dei Governatori, il Consiglio di Amministrazione e il Comitato Direttivo, possono decidere a maggioranza semplice. Vi sono due casi, sui cui ci fermeremo, in cui è richiesta l'unanimità, del Consiglio d'Amministrazione; questo è poi il vero e proprio organo che ha la responsabilità, dell'amministrazione. Il Consiglio dei Governatori è l'organo supremo, ed è formato dai ministri designati dai vari paesi; organo supremo che dà solo le direttive generali, ma non esercita attività, di amministrazione. Al disotto vi è il Consiglio d'Amministrazione, presieduto da un presidente e da due vicepresidenti (i quali sono proposti dal Comitato Direttivo), che ha effettivamente la responsabilità dell'amministrazione della Banca e soprattutto quello di concedere prestiti e di stabilire i tassi di interesse. Nell'intervallo tra le riunioni del Consiglio d'Amministrazione, funziona il Comitato Direttivo, che provvede all'ordinaria amministrazione. Generalmente questi organi decidono a maggioranza semplice, talvolta, a maggioranza qualificata: e questo è il caso dei prestiti speciali; talvolta all'unanimità. Senza l'unanimità non si prendono decisioni delicate, come vedremo.

I prestiti speciali però possono essere richiesti solo dopo quattro anni dall'entrata in funzione della Banca. I vari paesi non hanno voluto dichiararsi fin d'ora disposti a dover concedere altri finanziamenti, e probabilmente non si può dar loro torto; hanno voluto vedere prima come si delinea il funzionamento di questo organismo, e poi eventualmente si impegneranno per ulteriori fondi. Vi è un limite massimo, al di là, del quale non possono essere richiesti prestiti speciali: è di 300 milioni di unità di conto in totale; inoltre è previsto che non si possano chiedere più di 100 milioni all'anno. Questo è l'unico caso in cui è prescritto anche il livello del saggio di interesse, che non può superare il 4%; inoltre è anche stabilito che i prestiti non possano avere durata superiore ai 20 anni. Come si accennava poc'anzi, ogni paese è tenuto a dare i prestiti speciali una volta che fossero decisi, in rapporto al capitale sottoscritto e, cosa importante, in moneta nazionale.

c) Terzo modo con cui la Banca si procura le risorse; contrae *prestiti sul mercato internazionale*; e questa, è in realtà la fonte più importante. I versamenti iniziali e gli eventuali prestiti speciali servono per dare consistenza alla Banca: una volta accreditatasi sul mercato internazionale, questa vedrà affluire capitali dall'estero, che oggi sono esitanti, perché non hanno le garanzie necessarie per il sano impiego dei fondi e per la restituzione di essi. I mercati internazionali vanno intesi in due sensi. Possono essere i mercati dei Paesi facenti parte dell'area integrata; in questi la Banca Europea non prenderà, nessun

provvedimento senza la previa consultazione con lo Stato nell'ambito del cui territorio si tratta di concludere i prestiti. Il rifiuto può essere dato da uno Stato membro solo se esso è in grado di dimostrare che l'operazione della Banca abbia a provocare dei perturbamenti nell'economia interna. da ritenere che sarebbe stato difficile trovare una formula più felice per ricordare agli Stati membri il loro fondamentale dovere di solidarietà verso le istituzioni europee, e d'altra parte per non premere sulla volontà, di uno Stato membro, il quale può trovarsi a sperimentare delle difficoltà, nel proprio mercato monetario e finanziario, e può avere valide ragioni per non consentire che ad un determinato momento la Banca venga ad accrescere tali difficoltà. La migliore prospettiva, anche se non realizzabile a breve scadenza, è di fare appello ai mercati internazionali terzi, cioè all'esterno del perimetro del Mercato Comune.

§ 6. - L'impiego dei fondi.

Come impiega le risorse la Banca?

a) Concede prestiti agli Stati membri, oppure ad imprese, private o pubbliche, le quali però abbiano la garanzia dello Stato nel quale operano, purché si tratti di prestiti rivolti ad investimenti nei territori europei dei Paesi partecipanti, e sempre che non vi siano, sul mercato finanziario, altri mezzi che possano essere rastrellati a questo scopo. Si dirà: come sarà possibile accertare questo? Chi ha la consuetudine di seguire l'andamento dei saggi di remunerazione dei capitali sa se un mercato in un dato momento ha ancora un margine per prestiti di questa natura, o non ne ha. Comunque, non si può escludere che vi siano delle divergenze di valutazione; ma, siccome vi è un sistema di continua consultazione tra gli Stati membri, con la buona volontà si supererà certamente ogni difficoltà.

In via eccezionale è previsto che i prestiti possano essere concessi per operazioni di investimento anche fuori dei territori europei degli Stati membri. Ecco uno dei casi in cui si richiede l'unanimità del Consiglio d'Amministrazione. Il Consiglio d'Amministrazione può giudicare che il destinare fondi a territori extra europei degli Stati membri, per esempio nel periodo iniziale, può magari favorire l'interesse particolare di uno degli Stati membri, ma può ritardare la formazione del Mercato Comune. Questa è la ragione per cui ci imbattiamo per la prima volta nella formula dell'unanimità del Consiglio d'Amministrazione.

Un'altra clausola domina tutta la materia dei prestiti; la Banca Europea per gli Investimenti vorrà assicurarsi in ogni caso che essa non sia l'unica a finanziare certe opere; che vi sia già stato il ricorso ad altri mezzi di finanziamento. Questa è una saggia regola, la quale stimola, i richiedenti a procurarsi credito dappertutto; non soltanto nei riguardi di questo organismo sul quale, poniamo, un'impresa privata di uno dei sei Paesi, attraverso la pressione che esercita sui ministri del suo Paese, può agire, ma anche verso istituti bancari

del suo Paese, o di altri paesi del mercato, o di altri paesi che non siano nell'Europa.

b) Seconda maniera con cui la Banca europea impiega le sue risorse, o comunque agevola gli investimenti, è l'assunzione di garanzie di prestiti emessi da imprese, pubbliche o private, le quali operino, naturalmente, in virtù di quella finalità generale che è il facilitare la formazione del Mercato Comune.

Forse è il caso di chiarire ulteriormente che cosa vuol dire per la Banca facilitare la formazione del Mercato Comune. Dal punto di vista giuridico ciò non ha senso, perché il Mercato Comune c'è già; a ciò si sono impegnati i vari Paesi. Ma dal punto di vista economico il discorso è diverso: il successo del Mercato Comune dipenderà, dal modo con cui in concreto si opererà per attuare l'integrazione. Una volta soppressi gli ostacoli al movimento di merci (per i capitali e per gli uomini il processo sarà più lungo) apparirà che taluni rami di produzione di ciascun paese si troveranno in condizione di non fronteggiare la concorrenza internazionale. Allora si presenterà un dilemma: o compiere lo sforzo per accrescere la produttività in quei settori ed abbassarne i costi; oppure, se la distanza è troppo grande, attuare la riconversione, cioè lo spostamento di capitali, di risorse, e di uomini, da quei settori verso altri settori che si rivelano più redditizi. L'una e l'altra alternativa richiedono nuovi investimenti. Come si fa ad accrescere così fortemente la produttività senza rinnovare, trasformare, meccanizzare, automatizzare? Occorrono nuovi investimenti. come si fa a riconvertire, a meno di ammortizzare rapidissimamente il capitale che ormai non serve più, se non affrontando nuovi investimenti? La possibilità di contare su investimenti addizionali è essenziale per poter inserirsi nel Mercato Comune. Nella misura in cui il dilemma viene risolto felicemente, il Mercato Comune diventa realtà nella misura in cui, attraverso le clausole di salvaguardia, attraverso i ritardi delle applicazioni, attraverso altre scappatoie si cercherà di sfuggire al dilemma, il Mercato Comune non si realizzerà. Si troverà forse qualche altra forma di collaborazione fra le economie della piccola Europa, che indubbiamente darà pure i suoi frutti, ma gli effetti vantaggiosi che si attendevano dall'integrazione quale era stata predisposta, saranno rinviati ad epoca futura.

§ 7. - Le condizioni per la concessione dei prestiti.

Da ciò appare chiaramente quanto sia importante il compito della Banca in vista della realizzazione del Mercato Comune: è un compito decisivo, non inferiore a quanto si attende dallo spirito d'iniziativa e anche dallo slancio dei privati imprenditori e dei dirigenti di imprese pubbliche, che sono pure protagonisti degli inevitabili processi di adattamento e di riconversione.

La Banca cercherà di cautelarsi contro il rischio del cambio, introducendo nei contratti relativi ai prestiti ed alle garanzie clausole che di volta in volta saranno ritenute adatte ai casi concreti.

È previsto che il volume totale dei prestiti non Superi il 250 del capitale sottoscritto: ciò serve a dare una misura della serietà con cui si vuole procedere. Quanto al saggio d'interesse va tenuto presente che, come si è già, detto, si tratta di un organismo che vuole allinearsi alla situazione del mercato finanziario; il saggio d'interesse sui prestiti concessi dalla Banca, tenderà ad essere quello che prevale sul mercato dei capitali.

Non perseguendo fini di lucro, la Banca non è tenuta alla fine di ogni esercizio a mostrare di aver accumulato dei guadagni. Però non può neanche procedere con troppa disinvoltura, perché è obbligata a costituirsi una riserva del 10% del capitale. Non è escluso che il Consiglio dei Governatori, in un secondo tempo, possa ritenere necessaria, la costituzione di riserve supplementari, e questo, naturalmente, si ripercuoterà sui saggi di remunerazione attivi che potranno essere praticati. È previsto che, di regola, la Banca non accordi riduzioni di interesse; in casi eccezionali, sarà lo Stato membro interessato, ovvero una terza autorità, a concedere agevolazioni purché siano compatibili con il Trattato.

In un altro senso anche la Banca vuole allinearsi ai normali criteri di gestione. Il servizio degli interessi e l'ammortamento dei prestiti concessi devono essere assicurati dagli utili della gestione delle opere che vengono intraprese dai privati, dalle imprese pubbliche o dai governi a seguito dell'ottenimento dei prestiti. Questo accertamento richiede indagini accurate, che non si discostano però da quelle che compiono, ad esempio, le commissioni inviate dalla Banca Internazionale. per la Ricostruzione e lo Sviluppo, nei vari paesi prima, di concedere dei prestiti. In ogni caso vige sempre la condizione che i prestiti si inseriscano nelle trasformazioni volute dall'attuazione del Mercato Comune.

È prescritto anche che la Banca non acquisti partecipazioni nelle imprese; evidentemente, allo scopo di tenerla lontana da operazioni speculative, che potrebbero lederne il prestigio di fronte ai Paesi terzi, e anche di fronte all'opinione pubblica dei Paesi membri. Si fa eccezione per i casi in cui ciò sia reso necessario dall'esigenza di recuperare i crediti da essa concessi. Può esigere dai propri debitori l'emissione di obbligazioni, al fine di cedere i propri crediti sul mercato dei capitali. escluso che possa essere imposta, o dalla Banca, o dagli Stati membri, qualche condizione circa l'impiego di questi fondi nell'ambito di uno Stato determinato. Una volta accertato che i prestiti rispondano alle finalità connesse con l'attuazione del Mercato Comune, non ammissibili altre condizioni. Come si è già detto, occorre sempre il consenso dello Stato membro, sul cui territorio deve essere eseguito il progetto, perché abbia luogo il finanziamento.

Come impiegherà la Banca le disponibilità, temporanee? Innanzitutto, collocandole sui mercati monetari nella maniera ritenuta più opportuna; potrà anche negoziare titoli, salvo il divieto di acquistare partecipazioni; deve evitare nei limiti del possibile di compiere arbitraggi sulle divise; qualche volta ciò può essere una misura di salvaguardia, ma un largo impiego di questa attività

potrebbe essere considerata nociva oppure di disturbo dalle autorità monetarie delle cui divise si tratta.

§ 8 – Gli effetti delle variazioni di valore delle monete degli Stati membri.

Resta da considerare un ultimo aspetto del funzionamento della Banca, che ha connessioni con l'andamento del valore delle monete nei vari Paesi.

Abbiamo visto che il serbatoio iniziale dei fondi con cui la Banca opera è costituito da versamenti dei sei Paesi; questi versamenti sono per 1/4 in moneta convertibile o in oro e per il resto in moneta nazionale. Nessuno può escludere che, dopo un certo tempo, la moneta di uno di questi Paesi si svaluti, come anche la moneta di un altro Paese si rivaluti; vale a dire che le monete di ciascuno dei sei Paesi partecipanti possano ad un certo momento avere un potere d'acquisto inferiore o superiore alle parità, iniziali. La parità è il rapporto tra il peso d'oro dell'unità di conto (0,88 grammi d'oro fino) e il peso d'oro fino corrispondente al corso di parità della moneta, dichiarata da ciascun paese al Fondo Monetario Internazionale. Vi sono alcuni paesi che non si trovano ad aver dichiarato una parità al Fondo; in questo caso si calcolerà il rapporto tra il contenuto d'oro dell'unità di conto e il cambio della moneta che viene applicato dallo Stato in questione nei suoi pagamenti ordinari. Ogni Stato, anche se ha una moneta inconvertibile, come sono ancora molti Paesi, compresi quelli dell'Accordo Monetario Europeo, nell'eseguire i suoi pagamenti ordinari plica un determinato cambio, che convenzionalmente viene riportato all'unità di conto A.M.E., oppure viene riportato al dollaro

Qualora la moneta di uno Stato membro si allontani dalla; parità iniziale, si verificano delle ripercussioni sul capitale della Banca, che devono essere fronteggiate. Nel caso in cui la moneta di un Paese scenda al di sotto della parità, questo Paese sarà obbligato a compiere un versamento supplementare nella misura della svalutazione della moneta. Però il versamento non riguarderà tutto ciò che il Paese ha versato in moneta nazionale, ma soltanto l'ammontare dei prestiti concessi dalla Banca, in quella moneta nazionale, e la parte di moneta nazionale che ancora conserva presso di sé. Analogamente, nel caso di una moneta che si rivaluti (poniamo che il marco tedesco valga a un certo momento in oro più di quanto valeva nel momento in cui fu compiuto il versamento) il Paese interessato avrà il diritto ad un adeguamento della quota versata di marchi limitatamente alla parte che fu dalla Banca concessa in prestito, e a quella che si trovi presso la Banca.

È stato osservato da taluni che con questa disposizione si è voluto favorire qualche paese che, essendo entrato nel Mercato Comune con moneta sopravvalutata, viene ad essere sottratto dall'obbligo di dare un versamento supplementare per il totale della quota versata; e di conseguenza, con questa concessione si viene a danneggiare la Banca, che non vede reintegrata per la totalità la quota del paese la cui moneta risulti sviluppata. Ma l'obiezione non appare fondata. Non bisogna dimenticare due fatti: innanzitutto all'atto del

versamento viene stabilita la parità; è in quel momento che si deve procedere alla valutazione della moneta, ed evitare che questa risulti in partenza sopravvalutata; poi, siccome la Banca è autorizzata a convertire in ogni momento la moneta nazionale di un Paese in moneta di altri Paesi partecipanti, è chiaro che l'unico contingente per il quale essa è esposta ad una perdita per deprezzamento riguarda quella parte che essa ha dato in prestito e quella che possiede effettivamente nelle casse. Non vi è motivo di imporre il versamento supplementare per ristabilire il valore originario dell'intera quota versata in moneta nazionale perché la Banca non subisce alcuna perdita per quella parte della quota che avesse tramutato in moneta, di un altro Stato membro.

Per quanto riguarda il potere della Banca di convertire le monete, è da riconoscere che effettivamente ciò potrebbe dar luogo a qualche inconveniente. Qualora la Banca convertisse con troppa facilità e senza un valido motivo una moneta, in un'altra, potrebbe dare l'impressione di aver meno fiducia nella moneta di cui si priva e più fiducia in quella che intende acquistare. Questo è un punto delicato che va circondato di opportune cautele. Nessuna limitazione incontra la Banca nel disporre della parte che ha ricevuto in oro o in divisa convertibile: può disporne come vuole; lì non v'è nessun pericolo di recare pregiudizio a questa o a quella moneta. Né alcuna limitazione incontra la Banca nel disporre delle somme che ha ricevuto a titolo di prestito sul mercato internazionale; i singoli paesi che hanno versato le quote non hanno qui ragioni da far valere. Vi è poi la facoltà, come si è detto, di mutare la moneta nazionale di un Paese in quella di un altro o di altri Paesi membri; ciò è ammissibile solo quando la Banca, possa dimostrare di non avere a sufficienza fondi di quella moneta di cui deve far uso per una operazione determinata. In tal modo la preoccupazione sopra delineata è tenuta presente; così anche nell'analoga prescrizione che la conversione della moneta di un Paese membro in quella, di un Paese estraneo, poniamo il dollaro, deve avvenire solo col consenso del Paese di cui si tratti. La decisione di cambiare, sia pure per legittimi motivi di gestione, poniamo, lire italiane o franchi francesi in dollari, può nuocere al prestigio di quelle monete; viene salvaguardato l'interesse dello Stato, con l'imporre l'obbligo della consultazione.

§ 9. - I caratteri peculiari della istituzione.

Conchiudendo, si può osservare che abbiamo davanti un organismo nuovo per la finalità, che si propone, perché mai si era avuta nella storia la creazione di un organismo bancario che dovesse facilitare un fenomeno di integrazione di più economie.

Niente di simile, per esempio, accadde in Italia, quando si attuò l'unificazione del Paese. Non solo si era lontani dall'ideare una Banca di Investimenti, ma finanche si vollero conservare in vita parecchie Banche di emissione. Sono note le catastrofiche conseguenze, che culminarono nello scandalo della Banca Romana; solo nel 1895 si giunse a limitare a tre gli Istituti

di emissione: Banca d'Italia, Banco di Sicilia e Banco di Napoli; finalmente nel 1927 si pervenne all'unificazione nella Banca d'Italia. Se si fosse almeno accompagnata all'unificazione del Paese quella della Banca di emissione, probabilmente molta parte dello squilibrio fra nord e sud, che viene spiegato col ricorso ad una grande varietà di fattori, ma in realtà è essenzialmente legato alle inevitabili ripercussioni di una brusca compenetrazione di economie a livello di sviluppo sensibilmente diverso, sarebbe stata eliminata, sì che le disparità sarebbero state attenuate.

Né qualche cosa di simile alla nuova istituzione fu creata in Germania al tempo dello Zollverein, perché l'unificazione dell'emissione avvenne solo con l'unificazione politica, di cui la lega doganale era stata semplicemente il presupposto economico. Neanche negli Stati Uniti si trova un precedente, perché la Federazione ha conservato 12 Banche federali, le quali però, come è noto, vengono sempre più unificando la propria condotta attraverso l'azione del Federal Reserve Board.

Per quanto riguarda la struttura, la Banca non è del tutto una nuova istituzione, potendosi ricondurre al modello della più volte menzionata Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo. L'accostamento induce a fare una considerazione analoga a quella che si fa per quest'ultima Banca. Per cominciare, 1 miliardo di unità, di conto va bene; ma se si vuole poi effettivamente dare un forte impulso agli investimenti e conseguire una sempre più larga sfera di credito internazionale, occorre accrescere il capitale. La BIRS ha dieci miliardi, quella europea un miliardo; ma la prima ha già avvertito l'insufficienza dei fondi, tanto che qualche anno fa è stata istituita l'International Finance Corporation, la quale solo recentemente è entrata in funzione. È vero che uno dei motivi di quella istituzione fu di privatizzare gli investimenti internazionali; infatti, la IPC non fa, prestiti che ai privati; ma è chiaro che se la Banca per la Ricostruzione e lo Sviluppo avesse avuto fondi sufficienti, avrebbe potuto fare prestiti sia agli enti pubblici sia ai privati (1).

Vi è da auspicare che:

- innanzitutto, la Banca si affermi e si consolidi sempre più nella finalità e nella struttura con cui essa è stata creata;

1) Inoltre la Banca europea può essere accostata alla Banca Interamericana di Sviluppo, di recentissima istituzione sotto l'egida dell'Organizzazione degli Stati Americani e della Commissione Economica per l'America Latina. Vi appartengono gli Stati Uniti d'America e le venti Repubbliche dell'America Latina. Il capitale iniziale, di un miliardo di dollari viene in realtà assegnato a due istituti distinti: da una parte alla Banca Interamericana propriamente detta per 850 milioni di dollari e dall'altra ad un Fondo di Operazioni Speciali per 150 milioni di dollari. L'analogia non è però completa. La Banca Europea serve ad attuare una integrazione economica già deliberata mediante Trattati internazionali, mentre quella Interamericana si propone di operare per attuare una collaborazione non altrettanto chiaramente definita. Inoltre, i capitali della Banca europea sono stati forniti esclusivamente dagli Stati membri del M.E.C.; a quella Interamericana partecipano, con la quota più forte, gli Stati Uniti.

- che prima o dopo trovi il modo di allargare la sua base di capitale,
- e infine che riceva dai Paesi interessati (e cioè non solo dai governi, ma dalle amministrazioni pubbliche, che sono oggi tanta parte dell'economia e dei rapporti economici e internazionali, e anche dall'iniziativa privata), una cooperazione sincera, coerente e consapevole.

Allora la Banca Europea per gli Investimenti sarà un anello veramente solido nella catena delle istituzioni destinate ad attuare l'integrazione economica dell'Europa.

§ 10. - La Banca Europea per gli Investimenti e le economie sottosviluppate

La breve esperienza della Banca ha, confermato il principio statutario che limita, gli investimenti alle regioni bisognose di sviluppo. Un'ulteriore limitazione è stata apportata in pratica: sono stati concessi investimenti solo per dare incremento a produzioni di base. L'Italia è per ora il Paese che ha beneficiato della quota maggiore del volume globale di investimenti accordati (1).

La Banca garanzia statale; in altri le normali garanzie bancarie. Degno di nota è il metodo usato nel determinare il tipo di moneta in cui avviene la concessione delle somme prestate e la loro restituzione. Sono state offerte alla scelta dei mutuatari due formule diverse: secondo la prima il mutuatario riceve la moneta stabilita dalla Banca, che è moneta di paesi terzi, essendo esclusa la sua moneta nazionale, e rimborsa la stessa moneta; in base alla seconda il mutuatario sceglie la moneta dei Paesi membri che preferisce e la Banca si riserva di decidere a sua volta la moneta di rimborso fra le monete dei Paesi membri, in funzione delle loro parità all'epoca della restituzione del prestito. Il tasso d'interesse è nel secondo caso leggermente inferiore.

Per ora non si può dire che la Banca abbia esercitato una influenza notevole nell'accelerare l'integrazione europea. È certo che una espansione della sua azione, sempre contenuta entro le disposizioni statutarie, richiede un rafforzamento delle risorse disponibili.

Ciò si potrà ottenere mediante emissione di prestiti internazionali sui mercati finanziari dei Paesi del Mercato Comune. Si potrebbe avere così anche l'effetto vantaggioso di attirare notevole parte dei capitali europei che tendono a rifugiarsi in Svizzera.

Il movimento per l'integrazione europea estende il suo campo anche all'Africa. Mediante il Fondo europeo per lo sviluppo sono stati recentemente

1) Sfruttamento di un giacimento di lignite nel Sud e costruzione in Sicilia di un complesso petrolchimico; costruzione in Sardegna di tre centrali idroelettriche.

offerti ai diciotto Paesi africani associati al MEC in una prima convenzione cinquecento milioni di dollari e nella seconda convenzione ottocento milioni di dollari.

* * *

Francesco Vico è un economista, nato a Pignataro Maggiore, Caserta, il 21 ottobre 1902. Dal 1935 è professore di economia politica nell'Università cattolica del Sacro Cuore di Milano, di cui è anche rettore (dal 1959) e in cui dirige l'Istituto di scienze economiche. Dirige la *Rivista internazionale di scienze sociali*. Ha sempre sostenuto il carattere illusorio della neutralità dell'economia di fronte ai fini e la necessità di scegliere un sistema di fini sociali in cui si manifesti il rapporto di subordinazione tra economia e etica. Ha ritenuto che le trasformazioni strutturali dell'economia impongano il superamento dell'ordinamento della produzione basato sulla libera concorrenza e si è occupato di fluttuazioni economiche, aderendo al pensiero di F.H. Knight e di F. Viner.

Tra le opere principali, largamente tradotte, ricordiamo: *Sindacati industriali, cartelli e gruppi* (Milano 1930, 3a ed. 1939); *Il risparmio forzato, la teoria dei cicli economici* (in *Rivista internazionale di scienze sociali*, genn. 1934); *Corso di economia politica* (3 voll., Milano 1935, 14a ed. 1959-60); *Introduzione alla scienza economica* (ivi 1945); *La riforma sociale secondo la dottrina cattolica* (ivi 1945); *L'economia al servizio dell'uomo* (ivi 1946, 5a ed. 1958); *Le fluttuazioni cicliche* (ivi 1949, 5a ed., 1954); *L'objet de l'économie politique* (Parigi 1950); *La controversia metodologica nel clima scientifico del secolo XX*, in *Studi in onore di G. Borgatta* (Milano 1953); *Il Consiglio nazionale dell'Economia e del Lavoro il suo significato politico-economico* (ivi 1958).

PAG 328 DEL PDF

§

