

Il bisogno di riserve monetarie

È possibile trovare criteri obiettivi per valutare il bisogno di riserve monetarie sia per singoli paesi sia per il mondo nel suo insieme? È questo il problema che il presente articolo intende trattare.

In via preliminare, sebbene questioni terminologiche non abbiano interesse per una parte dei lettori, ritengo opportuno spiegare perchè parlo di « bisogno di riserve monetarie » e non, come fanno molti altri, di « domanda di liquidità internazionale ».

La liquidità è più delle riserve.

Non è facile farsi un'idea chiara di ciò che si intende per liquidità internazionale o liquidità del sistema dei pagamenti internazionali. La maggior parte delle persone sembra intenda con la suddetta espressione la liquidità di tutte le autorità monetarie nazionali prese nel loro insieme, anche se così si trascura l'importante problema della distribuzione di un dato totale fra i singoli paesi.

Per liquidità di un'autorità monetaria si intende la sua capacità di compiere pagamenti a favore di altri paesi, se i suoi introiti valutari dovessero diminuire o cessare. Per coprire con tali pagamenti un deficit nei conti con l'estero, essa può usare le sue proprie riserve o ricorrere a finanziamenti esterni. Questi ultimi consistono di facilitazioni creditizie (compresi i « diritti di tiraggio ») e di possibilità di liquidare attività diverse dalle riserve monetarie.

Cifre riguardanti le possibilità di finanziamento esterno non sono significative. Sia la liquidità di certe attività (diverse dalle attività perfettamente liquide costituenti le riserve monetarie) sia la disponibilità di crediti dipendono, per ogni paese, dalla simultanea domanda di fondi liquidi da parte di altri paesi. Per esempio, mentre ognuna di molte banche centrali può avere una potenziale capacità di attingere prestiti di un certo importo se è *sola* a chieder credito,

sarebbe assurdo pretendere che la somma dei singoli importi misuri le possibilità *complessive* d'indebitamento: i singoli importi non sarebbero infatti disponibili per tutte le banche centrali nello stesso tempo. Le cose stanno diversamente soltanto per i diritti incondizionati di tiraggio; questi sono disponibili senza riguardo al numero di paesi che desiderano prelevare dal Fondo Monetario Internazionale contemporaneamente. È perciò pratica comunemente accolta di sommare i diritti incondizionati alle riserve lorde dei vari paesi.

Che la maggior parte delle statistiche sulla liquidità internazionale indichino riserve *lorde* piuttosto che riserve nette, è cosa pienamente coerente con i principi del gold exchange standard. Il calcolo del totale delle riserve *nette* solleva questioni difficili, poichè non è chiaro quali tipi di passività verso l'estero dovrebbero essere dedotte dalle attività totali di riserva di un paese. Ci sono: 1) passività « ufficiali » verso creditori esteri « ufficiali » (ad esempio debiti della banca centrale verso altre banche centrali, o obbligazioni del Tesoro possedute da autorità monetarie straniere); 2) passività private verso creditori esteri « ufficiali » (sul tipo di depositi tenuti presso banche commerciali da autorità monetarie straniere); 3) passività « ufficiali » verso creditori privati esteri (si pensi a buoni del Tesoro di proprietà di banche straniere); 4) passività private verso creditori privati esteri (così, depositi tenuti presso banche commerciali da banche private straniere). Dovrebbero essere dedotti dalle riserve lorde di un paese soltanto il primo tipo di passività, o i primi due tipi, o il primo e il terzo o i primi tre, o tutti e quattro? Si tenga presente che con il secondo metodo di calcolo, ossia deducendo tutte le passività correnti verso creditori ufficiali, le riserve nette del Regno Unito sarebbero negative per 4,7 miliardi di dollari e quelle degli Stati Uniti per 650 milioni di dollari.

L'uso di guardare le riserve lorde piuttosto che le riserve nette, quando si vogliano avere cifre globali, corrisponde alle pratiche statistiche invalse per la circolazione monetaria totale in una singola economia. Quando si parla di circolazione monetaria totale, o di stock monetario, in un dato paese, non si deducono dai saldi liquidi di ciascun soggetto le sue passività correnti verso ogni altro soggetto pubblico o privato. Lo stock totale di moneta è uguale alla somma degli averi liquidi di tutte le persone singole e giuridiche del sistema economico.

Si potrebbe rilevare un'altra analogia nelle statistiche nazionali, quella delle riserve delle banche commerciali. Qui taluni autori

preferiscono fare due distinzioni: una fra riserve obbligatorie e riserve eccedenti, l'altra fra riserve mutate e riserve « libere ». La prima distinzione è corretta, poichè le riserve eccedenti sono una base per valutare la capacità inutilizzata di credito del sistema bancario. La seconda distinzione, invece, si basa su teorie che io non reputo corrette; la nozione di riserve *libere* delle banche commerciali in una data economia è simile sotto molti rispetti al concetto di riserve nette nell'economia internazionale.

Tutte queste statistiche — della circolazione monetaria globale e delle riserve complessive delle banche commerciali in un singolo paese, e delle riserve ufficiali complessive nel mondo libero — non tengono conto della distribuzione dei totali fra i detentori di fondi liquidi o fra i detentori di riserve. È questa una grave limitazione. Poichè le propensioni a spendere, a prestare, a investire sono diverse a seconda dei detentori di saldi liquidi e dei detentori di riserve, lo stesso totale può significare tassi molto diversi di spesa, di credito, di investimento a seconda della sua distribuzione. Una redistribuzione di mezzi liquidi o di riserve da detentori più liquidi a detentori meno liquidi aumenterebbe rapidamente la spesa globale, e di conseguenza la velocità di circolazione della moneta o del totale delle riserve. Nessuno, che io sappia, è riuscito a presentare statistiche che individuino le cifre totali corredate con qualche indice della loro distribuzione. Per certi modi di ragionare semplificati e affrettati si può trascurare il problema della distribuzione e limitarci ai totali.

È oggi di moda parlare con condiscendenza, se non con dispregio, della quantità di moneta e del totale delle riserve internazionali. Un gruppo di monetaristi ha decretato che la liquidità di un'economia nazionale è più della moneta (e anche più della « moneta » integrata dalla « quasi moneta »), e che la liquidità nell'economia internazionale è più delle riserve ufficiali. L'osservazione è corretta, ma non è di grande aiuto se mancano dati statistici che misurino la « liquidità supplementare ». E tali dati mancano sia per la liquidità nazionale che per la liquidità internazionale.

Nell'ambito delle statistiche finanziarie internazionali disponiamo di una serie di dati che si possono sommare a quelli delle riserve totali: i diritti incondizionati di tiraggio del Fondo Monetario. Ogni altra agevolazione creditizia deve essere lasciata da parte. In tali circostanze, decidiamo di rimanere « vecchio stile » e di considerare quelle parti di liquidità che sono definite e misurabili, ossia le riserve ufficiali lorde e i diritti incondizionati di tiraggio.

«Bisogno» non è «domanda».

Può essere un po' tedioso ricordare la confusione popolare fra tre parole: bisogno, desiderio e domanda. L'ho già fatto altrove, ma ritengo utile ripetermi qui (1).

Domanda implica un'offerta di qualcosa in cambio dell'oggetto domandato, ossia un rapporto di scambio o prezzo, che indica le quantità dell'oggetto domandate a vari prezzi.

Desiderio è un termine psicologico per indicare un sentimento, di solito connesso con un'anticipazione o immaginazione della sua soddisfazione; esso non implica nè la volontà di offrire qualcosa in cambio dell'oggetto desiderato, nè la precisazione di eventuali conseguenze per la mancata soddisfazione.

Il termine *bisogno* implica che certe conseguenze, di solito indesiderabili, si verificheranno se l'oggetto di cui si ha bisogno non è ottenuto in tempo debito. Nel caso di un bisogno personale, l'oggetto può essere anche desiderato; ciò non accade sempre, ad esempio se la persona non conosce il suo bisogno; se una persona abbisogna di, e desidera, un oggetto e ha beni cui potrebbe rinunciare, essa farà anche domanda dell'oggetto. Ma un bisogno non riguarda sempre persone e può perciò non riferirsi a una domanda o a un desiderio. Può essere un'affermazione obiettiva delle conseguenze da attendersi se ciò che «abbisogna» non si verifica. Che una pianta abbisogni di acqua e di sole significa che avvizzirà senza di essi; una nave a vela abbisogna di vento per muoversi senz'altra forza; un bambino ha bisogno di vitamine per star bene ed evitare il rachitismo. Una economia in sviluppo ha bisogno di aumentare lo stock di moneta, se vuole evitare un declino nel livello dei salari e dei prezzi o un declino nel tasso dell'occupazione.

L'ultimo esempio riguarda un bisogno obiettivo di un'economia: esso specifica le conseguenze di un mancato aumento nella massa monetaria quando le forze di lavoro aumentano. È per l'appunto in questo senso che si può parlare del bisogno di aumenti nelle riserve totali delle autorità monetarie dei paesi che formano l'economia internazionale (nel mondo non comunista).

Quali siano queste conseguenze, perchè si verificherebbero, e per quali ragioni sono considerate «cattive» e «da evitare»: ecco domande cui questo articolo cercherà di rispondere.

(1) FRITZ MACHLUP, *International Payments, Debts and Gold* (New York: Scribner's, 1964); oppure *International Monetary Economics* (London: Allen and Unwin, 1966), Chapter 13.

Misurazioni quantitative.

Non avanziamo risposte prima di aver esaminato qualcuna delle risposte che sono già state date da altri. A stretto rigore la maggior parte di tali risposte non sono state esplicite. Per esempio, quando certi esperti hanno suggerito una misura quantitativa della «liquidità mondiale» compilando statistiche delle riserve ufficiali e del commercio internazionale e calcolando quindi i rapporti fra riserve e commercio per una lunga serie di anni, essi non hanno effettivamente detto che si avesse «bisogno» di un particolare rapporto tra riserve e commercio; nè hanno indicato ciò che accadrebbe se quel rapporto scendesse al disotto di un dato livello, nè precisato perchè qualcosa dovrebbe accadere in tal caso o per quale ragione sarebbe opportuno evitare quella caduta.

Certo, qualcosa di questo genere è implicito nelle loro elaborazioni. Sarebbe assurdo calcolare i rapporti in questione se non si supponesse che essi hanno importanza. Senza dubbio, coloro che hanno diretto o eseguito ricerche intese ad accertare i rapporti stessi devono aver avuto in mente una qualche ipotesi o teoria. Quando essi sceglievano il commercio internazionale come un significativo denominatore dovevano aver visto una connessione fra riserve valutarie e commercio estero. Resta però da formulare ed esaminare la teoria di questa connessione.

Rapporti fra riserve e altre grandezze sono stati presi in considerazione in varie occasioni. Alcuni sono stati discussi nella letteratura economica, altri si suggeriscono da sè come miglioramento di quelli già discussi. In ognuno dei casi esaminati i rapporti possono essere considerati o come rilevanti per singoli paesi (come termini di «equazioni di comportamento» indicanti le decisioni delle autorità) o come rilevanti per un gruppo di paesi responsabili di una grossa parte del commercio mondiale (come termini di «equazioni aggregative» di un sistema di interrelazioni causali).

In questo scritto prenderemo in esame le relazioni fra riserve ufficiali e: 1) importazioni, 2) variazioni stagionali e cicliche nel commercio estero, 3) importazioni e esportazioni di capitale, 4) disavanzi passati della bilancia dei pagamenti, 5) circolazione monetaria interna e circolazione interna più quasi moneta, 6) passività correnti interne o totali della banca centrale o passività correnti verso l'estero dell'intero sistema bancario.

I dati, nella misura in cui sono disponibili, saranno presentati per i 14 « paesi industrializzati » delle « International Financial Statistics (I.F.S.) » pubblicate mensilmente dal F.M.I. I 14 paesi sono quelli costituenti il gruppo dei « dieci », con l'aggiunta dell'Australia, dell'Austria, dell'Irlanda e della Svizzera. Ciascun quadro statistico sarà accompagnato da un esame critico della teoria che ne è alla base. Quando non sono disponibili adeguati dati statistici, ci limiteremo a brevi osservazioni teoriche.

Riserve in relazione a importazioni.

La teoria che attribuisce importanza al rapporto fra riserve valutarie e importazioni riposa principalmente sull'analogia con la teoria della domanda di disponibilità liquide da parte delle singole famiglie. Le transazioni monetarie della famiglia che determinano la sua « domanda a fini operativi » (*transactions demand*) di fondi liquidi sono il suo reddito e ciò che si acquista con esso (in sostanza, il suo reddito reale). Questi acquisti sono le « importazioni » dell'unità familiare. Per analogia le importazioni di un paese si suppone determinino la sua « domanda » di disponibilità valutarie con cui pagarle. I due salti concettuali da domanda a bisogno e da famiglia a nazione sono stati spesso accettati senza rifletterci sopra.

Se una famiglia ha abbastanza liquido per pagare, poniamo, gli acquisti di quattro mesi, il rapporto del suo fondo medio di cassa con gli acquisti annuali è di $\frac{1}{3}$, ossia pari a $33\frac{1}{3}\%$. Non c'è nulla di errato nell'esprimere i rapporti fra le riserve valutarie di una nazione e le sue importazioni annuali nello stesso modo: con un rapporto del 50% si pagano sei mesi di importazioni, con $33\frac{1}{3}\%$ quattro mesi, con 25% tre mesi, con $12\frac{1}{2}\%$ sei settimane. Indicare in questo modo l'entità delle riserve valutarie è una cosa; altra cosa è però precisarne il significato o attribuirle particolari conseguenze.

Nell'appendice, la tabella A-I presenta le serie statistiche per il periodo 1949-1965 per i 14 paesi industriali (nella misura in cui sono fornite nelle I.F.S.). L'entità delle riserve ufficiali vi sono indicate alla fine di ciascun anno; questi dati possono essere accettati al posto delle medie annue, non disponibili per ogni anno. (Ho raffrontato talune cifre di fine anno con le medie delle cifre di fine trimestre per anni per i quali queste ultime erano disponibili; ho trovato differenze insignificanti; talchè la sostituzione delle cifre di

fine anno non mi sembra irragionevole. Avrei potuto calcolare le medie delle riserve di inizio e fine d'anno, ma non ho ritenuto che ne valesse la pena.) La tabella indica in secondo luogo le importazioni annuali per ciascun anno. Sia le riserve che le importazioni sono espresse in dollari degli Stati Uniti. La terza colonna dà il rapporto delle riserve rispetto alle importazioni.

Una scelta di alcuni dei dati contenuti nella tabella A-I e calcoli compiuti sui dati di anni recenti faciliteranno i raffronti. La tabella I del testo riporta, per ciascuno dei 14 paesi, dapprima il rapporto massimo tra riserve e importazioni raggiunto nel periodo 1949-1965, quindi il rapporto minimo dello stesso periodo, e infine il rapporto medio per il quinquennio 1961-1965.

TAB. I

RAPPORTI FRA RISERVE E IMPORTAZIONI IN 14 PAESI INDUSTRIALI:
rapporti massimi e minimi per il periodo 1949-65 e rapporti medi per il quinquennio 1961-65

	Rapporti massimi		Rapporti minimi		Media	
	Anno	%	Anno	%	Anni	%
Australia	1953	92,6	1960	33,8	1961-65	55,8
Austria	1963	73,4	1949	15,5	»	66,6
Belgio-Lussemburgo	1949	54,2	1957	33,3	»	38,3
Canada	1950	59,0	1957	31,1	»	37,8
Francia	1965	61,3	1957	10,5	»	57,0
Germania ^a	1958	77,6	1950	7,0	»	55,4
Irlanda	1950	87,7	1965	39,4	»	45,3
Italia ^b	1959	90,7	1952	29,8	»	58,7
Giappone ^c	1952	54,3	1957	19,3	»	29,4
Olanda	1953	51,9	1951	21,7	»	35,2
Svezia	1953	35,3	1960	18,2	»	24,1
Svizzera	1949	191,8	1964	86,5	»	93,2
Regno Unito	1950	46,8	1964	15,0	»	22,1
Stati Uniti	1949	345,0	1965	66,6	»	90,6

^a I dati per le importazioni nel 1949 non sono disponibili.

^b I dati per le riserve nel 1949 non sono disponibili.

^c I dati per le riserve nel 1949, 1950 e 1951 non sono disponibili.

Il rapporto più elevato fra riserve e importazioni, in tutti i 14 paesi nel corso dei 17 anni in esame, è stato quello degli Stati Uniti nel 1949: 345%, sufficiente a pagare le importazioni di quasi tre anni e mezzo. Il rapporto minimo è quello della Germania nel

1950: 7%, pari a soli 26 giorni di importazioni; segue il rapporto della Francia nel 1957, 10,5% pari al valore delle importazioni di 37 giorni.

Quanto alle medie per il quinquennio 1961-1965, la Svizzera è in testa con un rapporto di 93,2%, seguita dagli Stati Uniti con 90,6%. Il rapporto più basso è quello del Regno Unito con 22,1%, seguito dalla Svezia con 24,1%. Dalla tabella A-I dell'appendice emerge un'ulteriore riduzione del rapporto del Regno Unito: nel 1965 esso era sceso a 18,6%, pari alle importazioni di 68 giorni.

L'Inghilterra non è stata sola a soffrire una riduzione del rapporto fra riserve e importazioni. La sua esperienza è stata condivisa da 12 dei 14 paesi inclusi nel nostro esame per il quinquennio 1961-1965; uniche eccezioni: l'Austria e la Francia. Ciò risulta dalla tabella 2 inserita nel testo, che dà i rapporti fra riserve e importazioni per il 1957, 1961 e 1965. L'anno 1957 è stato incluso per aggiungere un'altra base oltre a quella del 1961. Mentre in 12 paesi i rapporti erano più bassi nel 1965 che nel 1961, in 8 paesi erano nel 1965 più alti che nel 1957. Notevoli riduzioni dal 1957 al 1961 e al 1965 sono registrate dalla Germania e dagli Stati Uniti, dovute, interamente per la Germania e parzialmente per gli Stati Uniti, a forti aumenti delle importazioni.

TAB. 2

RAPPORTI FRA RISERVE E IMPORTAZIONI IN 14 PAESI INDUSTRIALI
PER GLI ANNI 1957, 1961, 1965

	1957 %	1961 %	1965 %
Australia	68,9	56,3	42,0
Austria	46,4	56,9	62,4
Belgio-Lussemburgo	33,3	42,9	34,8
Canada	31,1	36,7	34,7
Francia	10,5	56,9	61,3
Germania	68,9	65,4	42,5
Irlanda	57,4	46,9	39,4
Italia	36,9	72,7	60,1
Giappone	19,3	28,7	26,3
Olanda	24,6	38,5	32,4
Svezia	20,7	25,1	22,2
Svizzera	96,6	101,9	87,8
Regno Unito	21,0	27,0	18,6
Stati Uniti	169,9	116,7	66,6

Il calcolo delle medie per l'insieme dei 14 paesi fa sorgere il problema della ponderazione. La ponderazione è richiesta dalla diversa importanza dei singoli paesi; ma i pesi possono riguardare o l'entità delle riserve o l'entità delle importazioni. (La seconda misura si identifica con il rapporto fra riserve complessive e importazioni complessive.) D'altra parte, dato che i paesi a moneta-riserva presentano problemi speciali, può essere preferibile considerare separatamente le medie per 12 paesi, esclusi gli Stati Uniti e il Regno Unito. I risultati di questi quattro calcoli per il quinquennio 1961-1965 sono indicati nella tabella 3 del testo, la quale, per semplificare, omette i particolari relativi al calcolo dei pesi. Il fatto che le cifre riguardanti i 14 paesi siano più alte di quelle riguardanti i 12 è dovuto all'alto rapporto e ai forti pesi degli Stati Uniti. Che i rapporti siano più alti se ponderati con le importazioni dipende dalla circostanza che taluni paesi, che assorbono larghe quote delle riserve totali, hanno rapporti relativamente bassi tra riserve e importazioni.

TAB. 3

RAPPORTI MEDI TRA RISERVE E IMPORTAZIONI, 1961-1965
per 12 e 14 paesi, ponderati per entità delle riserve e per entità delle importazioni

Rapporti medi tra riserve e importazioni	Per 14 paesi	Per 12 paesi
Ponderati per entità delle riserve	53,6%	48,5%
Ponderati per entità delle importazioni	62,4%	53,7%

Hanno un reale significato i rapporti così trovati? Se sì, io non conosco alcuna teoria che lo dimostri. Avrei potuto prendere periodi differenti e avrei ottenuto differenti rapporti medi, ma non potrei seriamente proporre altri dati numerici con cui i rapporti o le loro variazioni potrebbero essere significativamente correlate o causalmente associate.

Guardando di nuovo alle tabelle 1 e 2, e particolarmente ai rapporti per i singoli paesi nei vari anni, c'è da chiedersi se si può scoprire qualche motivo per cui certi paesi debbano « abbisognare » di riserve pari al 50 e più per cento delle loro importazioni, mentre altri paesi possono accontentarsi del 30-35%, e altri ancora di meno del 25%. Ragioni siffatte noi non le conosciamo. Si può forse spiegare perchè rapporti inferiori a 20% sono considerati come « peri-

colosamente bassi », ma le ragioni sono più probabilmente connesse con la possibilità di *variazioni* negli introiti e esborsi valutari che non con il *lasso di tempo* per il quale sarebbe possibile pagare le importazioni qualora tutti gli introiti cessassero improvvisamente.

Talune « teorie da dilettante » hanno collegato le riserve con le importazioni, o piuttosto con il commercio estero totale, mediante il concetto di un bisogno di « finanziare » il commercio estero. È questo un ingenuo errore, poichè confonde circolazione monetaria, riserve delle banche commerciali, riserve della banca centrale, e domanda di credito. Un commerciante (importatore o esportatore) che si fa finanziare chiede credito perchè il suo capitale di esercizio non è sufficiente a permettergli di superare gli intervalli fra le date di scadenza dei suoi pagamenti e dei suoi incassi. Ma ciò non ha nulla a che fare con le riserve ufficiali sia di un singolo paese sia di tutti i paesi nel loro insieme.

Un'altra teoria collega l'entità delle importazioni con la probabilità di disavanzi nella bilancia dei pagamenti e con il compito delle riserve ufficiali di finanziare simili disavanzi. Questa teoria sarà discussa in un altro paragrafo, che tratterà degli ordini di grandezza dei disavanzi passati e delle probabilità di disavanzi futuri. L'associare l'entità di probabili disavanzi con il volume delle importazioni implica partire da parecchi insostenibili presupposti. Di questi, i più importanti sono: 1) che notevoli variazioni nella domanda netta di valute estere dipendano soltanto dalle importazioni e per nulla dalle esportazioni, da movimenti di capitali, e da pagamenti unilaterali; 2) che l'entità di probabili disavanzi debba variare direttamente con il variare del valore totale delle importazioni.

In proposito non scenderemo in particolari; porremo in risalto un solo punto. L'assunto che i saldi di copertura abbiano probabilmente a crescere in proporzione diretta con le transazioni totali è contraddetto da ogni esperienza. È stato dimostrato che le aziende possono operare con fondi liquidi relativamente più piccoli quando l'insieme delle loro transazioni aumenta. Supposto, ma non concesso che il totale delle transazioni internazionali sia perfettamente correlato con le importazioni — così da poter prescindere da tutte le transazioni diverse dai pagamenti per importazioni —, non si può trascurare il fatto che le dimensioni dei probabili disavanzi aumenteranno in senso assoluto, ma si ridurranno relativamente alle crescenti importazioni. Ci si potrebbe pertanto attendere rapporti in diminuzione fra riserve « necessarie » o « desiderate » e importazioni totali.

Con un po' d'immaginazione si potrebbe nondimeno proporre una ragione per tenere riserve in un rapporto non ridotto rispetto alle importazioni: si potrebbe cioè sostenere che l'aumento del commercio internazionale è la conseguenza di politiche di liberalizzazione commerciale e che pertanto le esportazioni sono più vulnerabili da ricadute in indirizzi protezionistici; sarebbe quindi giusto tener conto di un maggior rischio di disavanzi. La diminuzione nel bisogno di riserve per « scopi operativi » sarebbe neutralizzata da un aumento nel desiderio di riserve a « fini cautelativi ».

Tutto ciò, a mio avviso, non è ragionevole. Secondo me, non c'è nessuna giustificazione, nè teoretica nè statistica, per assegnare un reale significato al rapporto fra riserve e importazioni.

Riserve in relazione a variazioni della bilancia commerciale.

Nel paragrafo precedente si è accennato alla possibilità di trovare una relazione più plausibile fra bisogno di riserve ufficiali e *variazioni*, stagionali o cicliche, della bilancia commerciale. Per esempio, se le importazioni sono uniformemente distribuite nel corso dell'anno mentre le esportazioni riguardano principalmente un prodotto raccolto stagionale e si addensano in autunno, vi saranno disavanzi in tre trimestri dell'anno e un surplus in uno solo. In tal caso — anche se solo in particolari circostanze — il rapporto fra riserve e commercio estero potrebbe essere più alto che nel caso in cui sia le importazioni che le esportazioni fossero uniformemente distribuite nel corso dell'anno. Ugualmente, se le esportazioni e le importazioni reagiscono in modo molto diverso a fluttuazioni economiche, è lecito attendersi variazioni cicliche nella bilancia commerciale che potrebbero risolversi in periodiche accumulazioni e riduzioni di riserve ed esigere un più alto rapporto tra riserve medie e commercio estero.

Peraltro, movimenti di capitale privato potrebbero facilmente neutralizzare gli effetti che simili variazioni nella bilancia commerciale avrebbero sulle operazioni ufficiali in valuta. Di fatto, in assenza di restrizioni governative, operazioni di copertura e la speculazione interverrebbero a eliminare l'attesa successione di eccesso di domanda e di eccesso d'offerta sul mercato valutario; e l'effetto netto sulle riserve ufficiali sarebbe nullo.

Comunque, nei paesi industriali più importanti non ci sono sintomi di rilevanti variazioni di tal fatta. Queste possono avere impor-

tanza in paesi sottosviluppati, soggetti a controlli valutari; ma proprio in tali paesi, esposti a cronici eccessi di domanda di valuta estera, sono rari i casi di notevoli accumulazioni di riserve.

In sostanza, la teoria in esame non sembra sufficientemente promettente per invogliare a verifiche statistiche. Se qualcuno avesse la diligenza di tentarle, non vi troverebbe, a mio giudizio, alcuna conferma di detta teoria.

Riserve in relazione a importazioni e a deflussi di capitale.

La teoria che il bisogno di riserve valutarie sia determinato dai pagamenti per importazioni è stata respinta in parte perchè sceverava solo una particolare categoria di transazioni e trascurava tutte le altre. Come le transazioni di un'unità familiare comprendono pagamenti per titoli accanto a pagamenti per beni di consumo, così le transazioni di un paese con l'estero comprendono uscite di capitale accanto ad importazioni di merci. Perchè non tener conto di tutti i pagamenti all'estero?

Che i deflussi di capitale possano essere di fondamentale importanza per la posizione dei pagamenti di un paese è cosa posta in risalto da numerosissimi casi di fuga di capitale. Ma anche a prescindere da « circostanze eccezionali », gli ultimi sedici anni di disavanzi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti attestano l'importanza dei movimenti di capitale. Come è noto, tali disavanzi sono dovuti a uscite nette di capitale e a pagamenti unilaterali all'estero eccedenti gli introiti netti ricavati dai surplus delle esportazioni; nella misura in cui i disavanzi sono stati finanziati attingendo alle riserve, i deflussi di capitale e i trasferimenti unilaterali hanno sostenuto la parte determinante nel deterioramento della posizione delle riserve negli anni suddetti.

Le transazioni in conto capitale sono probabilmente più cospicue dei pagamenti per operazioni mercantili se si calcolano su base lorda anzichè netta. Le transazioni totali con l'estero sul mercato monetario di New York possono essere d'importo superiore di parecchie centinaia di volte alle variazioni nelle posizioni nette delle banche estere e statunitensi dall'inizio alla fine dell'anno. Naturalmente, è dubbio che per sostenere tali transazioni « abbisognino » forti giacenze liquide o riserve ufficiali. Ma, di nuovo, se si aderisce alla tesi che si ha « bisogno » di riserve che siano in qualche rapporto con

le transazioni, non ci si può limitare a considerare i soli pagamenti per importazioni e trascurare tutte le transazioni in conto capitale.

Verifiche statistiche di questa estensione della teoria sono impossibili, poichè non abbiamo dati sulle transazioni internazionali in conto capitale, per lo meno per ciò che riguarda i due o tre paesi industriali in cui tali transazioni sono probabilmente un multiplo delle importazioni: Stati Uniti, Svizzera, e forse Germania. I dati raccolti negli Stati Uniti riguardano tutti le posizioni nette in certe rare date nel corso dell'anno, e non le transazioni complessive; è impossibile ricavare il volume delle transazioni da variazioni nelle posizioni nette a date così distanziate come un trimestre o un mese.

Non c'è però da essere particolarmente turbati dalla mancanza di verifiche statistiche di una teoria così debole come quella in discussione. Immaginiamo di avere tutti i dati necessari per il calcolo di rapporti fra riserve e valori totali delle importazioni e dei deflussi lordi di capitale; i risultati dei calcoli ci mostrerebbero probabilmente rapporti varianti sia da paese a paese, sia, per ciascun paese, di anno in anno; ci mancherebbe quindi pur sempre una qualsiasi misura quantitativa del « bisogno » di riserve in un significato concreto.

Riserve in relazione a disavanzi passati.

Una teoria molto più plausibile è ricavata da un assunto « particolarmente razionale » circa la funzione delle riserve ufficiali. Questo assunto razionale, che tuttavia può non essere né realistico né significativo, dà per ammesso che le riserve abbiano soltanto uno scopo: essere pronte in caso di emergenza; per esso, non c'è nessun altro uso pienamente razionale.

L'emergenza in questione è un deficit della bilancia dei pagamenti. Se le riserve devono essere tali da consentire a un paese di finanziare un disavanzo nei conti con l'estero e di evitare misure impopolari (come una svalutazione, una politica deflazionistica, controlli diretti), esse devono stare in una certa proporzione con l'entità e la durata di un disavanzo potenziale.

Ecco, dunque, una teoria del « bisogno » di riserve che soddisfa le condizioni specificate in precedenza. Essa indica le conseguenze da attendersi da una mancanza o inadeguatezza di riserve — svalutazione, deflazione o controlli diretti. Può spiegare come queste conseguenze si realizzano se c'è deficienza di riserve, e perchè sono

considerate « cattive » e, se possibile, da evitarsi. Può anche aiutare a farsi un'idea dell'ordine di grandezza della possibile perdita di riserve che le autorità di un paese ritengono opportuno esser preparate a fronteggiare.

Le situazioni d'emergenza sono di solito valutate in base alla esperienza. Per giungere a una stima realistica di una perdita di riserve suscettibile di verificarsi in avvenire, è ragionevole dare un'occhiata al passato. Tale modo di procedere è indubbiamente appropriato per certi fenomeni, come le fluttuazioni stagionali, le oscillazioni cicliche e perfino per emergenze irregolari nella vita economica di una nazione.

Esaminiamo l'esperienza dei nostri 14 paesi industriali in fatto di perdite di riserve. A tale scopo ho raccolto dati statistici sulle tre maggiori perdite di riserve che ciascuno dei suddetti paesi ha subito tra il 1949 e il 1965. Queste perdite sono raffrontate con le riserve ufficiali a tre date: a) al culmine antecedente l'inizio dei disavanzi; b) al minimo toccato alla fine dei disavanzi; c) alla fine del 1965. I dati sono trimestrali, e la durata del disavanzo è definita come l'intervallo intercorrente fra il massimo raggiunto dalle riserve e il minimo più prossimo, che non sia seguito da un altro minimo nel giro di un anno. Per esempio, se un paese perde riserve per nove trimestri di seguito e poi ne guadagna per due trimestri ma successivamente continua a perderne per un altro anno (quattro trimestri) scendendo ad un altro minimo (che rimane il punto più basso per più di un anno), il periodo del disavanzo si conclude con il secondo punto minimo, ossia dura quindici trimestri in tutto; la perdita totale è misurata dalla differenza fra il volume delle riserve all'inizio e alla fine dell'intero periodo di quindici trimestri.

Questi dati sono presentati nella tabella A-II d'appendice; indicazioni più particolareggiate sono fornite nelle note in calce alla tabella. Un sintetico quadro dei rapporti fra le riserve di ogni paese alla fine del 1965 e la massima perdita di riserve subito dopo il 1949 è offerta nel testo dalla tabella 4, nella quale i paesi non sono distribuiti, come prima, in ordine alfabetico, ma secondo l'altezza dei rapporti. Tali rapporti, sia detto incidentalmente, non sono dati nella tabella d'appendice A-II esplicitamente, ma soltanto sotto forma dei loro reciproci. Ivi ci è parso più opportuno insistere sulle dimensioni delle perdite di riserve rispetto ai valori delle riserve in tre date significative; dopotutto, dire che un paese in un certo periodo ha perduto metà delle sue riserve suona più plausibile dell'af-

fermazione che le sue riserve erano due volte la perdita sofferta. Nella tabella 4, peraltro, che riporta soltanto il volume delle riserve alla fine del 1965, è ineccepibile indicare i rapporti delle riserve rispetto alle massime perdite subite; questo modo di esprimere le relazioni fra i due termini ci permette di essere coerenti con le tabelle 1, 2 e 3 e con altre tabelle che seguiranno nel testo.

TAB. 4

RAPPORTO DELLE RISERVE POSSEDUTE NEL 1965 DA 14 PAESI INDUSTRIALI RISPETTO ALLE PIU' FORTI PERDITE CUMULATIVE DI RISERVE SUBITE TRA IL 1949 E IL 1965

Regno Unito	142%
Australia	165%
Stati Uniti	255%
Giappone	417%
Irlanda	427%
Germania	452%
Olanda	473%
Francia	477%
Italia	506%
Canada	660%
Belgio-Lussemburgo	922%
Svizzera	981%
Svezia	1.262%
Austria	1.441%

È interessante notare che i due paesi a moneta-riserva sono fra le tre nazioni che, nell'ambito dei 14 paesi industriali, posseggono le riserve più basse secondo i rapporti della tabella 4. Le riserve possedute dal Regno Unito alla fine del 1965 erano soltanto pari al 142% della massima perdita di riserve che il Regno Unito avesse sofferto. Le riserve possedute dagli Stati Uniti alla fine del 1965 erano pari al 255% della massima perdita di riserve; con tale percentuale si sopravvaluta però seriamente la realtà, poichè il periodo di contrazione delle riserve non era ancora finito nel 1965. In tal modo, i paesi a moneta-riserva sono poco preparati per futuri disavanzi, e, se si tien conto delle loro passività ufficiali correnti, che lasciano almeno il Regno Unito con riserve nette negative, si può dire che non vi sono affatto preparati.

Sei dei 14 paesi elencati nella tabella 4 sono in una categoria intermedia; le loro riserve erano comprese tra il 417% e il 506%

dei loro massimi disavanzi passati; in altre parole le riserve da essi possedute in dicembre 1965 potrebbero finanziare disavanzi quattro o cinque volte maggiori dei massimi disavanzi incorsi in passato. Il loro margine di sicurezza è quindi ampio.

Per i paesi che denunciano i rapporti più elevati si potrebbe dubitare che le autorità responsabili abbiano mai considerato la posizione delle riserve sotto l'aspetto dei margini di sicurezza. Invero, è possibile sostenere seriamente che le banche centrali tengano riserve soltanto allo scopo di fronteggiare disavanzi futuri, quando tali riserve oscillano tra nove e quindici volte i massimi disavanzi sperimentati dopo il 1949? Sarebbe ridicolo pensarla così. Se il Belgio e la Svizzera tengono riserve capaci di finanziare disavanzi superiori di nove o dieci volte a quelli massimi incorsi in passato, ciò non può essere per il fatto che essi si prospettino consapevolmente evenienze di tal genere. Questa conclusione è inevitabile anche per ciò che riguarda la Svezia e l'Austria, le cui riserve sono il 1.262% e il 1.441% dei rispettivi massimi disavanzi passati. Nessun banchiere centrale troverebbe giustificabile una così esorbitante sovrassicurazione contro il rischio di disavanzi della bilancia dei pagamenti; egli deve avere altre ragioni per conservare riserve per importi di cui non può mai aspettarsi di « aver bisogno » o di far uso per lo scopo che gli si attribuisce.

Riserve in relazione alla circolazione monetaria interna.

Ci sono altre dottrine che possono forse spiegare perchè ampie riserve sono tenute e considerate necessarie. La più vecchia di queste dottrine pone in relazione le riserve con la quantità di moneta; invero, l'espressione *reserve ratio* indicava originariamente proprio il rapporto percentuale fra riserve e « moneta », sebbene « moneta » in questo caso significasse in primo luogo gli strumenti monetari emessi dalla banca centrale.

Nel senso di rapporto fra riserve della banca centrale e moneta della banca centrale, il rapporto di riserva era una derivazione da una vecchia tradizione bancaria. Per lungo tempo, tuttavia, la differenza tra depositi e banconote fu considerata così essenziale che in molti paesi la riserva aurea era commisurata soltanto alle banconote. Dove la conservazione di un rapporto minimo di riserve era una prescrizione legale, le riserve erano ovviamente necessarie — e

talune delle conseguenze dell'eventuale trasgressione delle prescrizioni in vigore erano previste dalle stesse leggi che disciplinavano questa materia. Col crescere del volume dei mezzi monetari emessi dalla banca centrale, ci fu bisogno di maggiori riserve per ottemperare ai rapporti prescritti; i dirigenti della banca centrale dovettero adeguare le loro politiche creditizie allo sviluppo delle riserve.

Alcuni studiosi delle banche centrali, in passato più che oggi, erano convinti della razionalità economica di una « copertura aurea » per la circolazione monetaria interna, in modo particolare per la moneta emessa dalla banca centrale. Ma indipendentemente dalla specifica teoria sostenuta — sia cioè che una certa copertura aurea fosse reputata necessaria per conservare il valore della moneta, sia che una riserva legata da un certo rapporto percentuale alla circolazione monetaria fosse considerata indispensabile per fronteggiare la domanda di rimesse all'estero che aveva probabilità di insorgere col crescere della circolazione monetaria stessa, sia che una data aliquota di attività liquide sull'estero fosse ritenuta d'obbligo per mantenere una sana struttura al bilancio della banca centrale —, un « bisogno » di accresciute riserve in una certa proporzione col crescere della circolazione dell'istituto d'emissione è stato riconosciuto come valido da molti esperti della gestione delle banche centrali. Si posson giudicare queste teorie e regole come primitive, ingenue, superate, e così via; ciò nondimeno, esse sono pienamente efficaci nel determinare le politiche monetarie di molti paesi. Tale « qualificata » accettazione del bisogno di riserve come efficace guida dei banchieri centrali e come spiegazione delle dimensioni delle loro riserve ufficiali deve essere, peraltro, ritirata se si guarda alle enormi variazioni nei rapporti di riserve da paese a paese. Nessuna teoria indica un bisogno di riserve pari a oltre il 90% della moneta della banca centrale; eppure rapporti di riserva di questa altezza sono esistiti in più di un paese durante gli ultimi 17 anni.

Forse è scorretto limitarsi a considerare la sola moneta della banca centrale; la maggior parte dei pratici ha probabilmente riconosciuto, con i teorici monetari, che è opportuno prendere in considerazione anche la moneta emessa da altre istituzioni finanziarie, in specie dalle banche commerciali. Essi possono osservare che il bisogno di riserve in valuta estera cresce con l'offerta globale interna di moneta. E possono richiamarsi a diverse teorie a sostegno di tale opinione; per esempio, potrebbero rilevare che la domanda effettiva e i redditi monetari son soliti aumentare con la quantità di moneta

in circolazione, che — perfino con propensioni medie costanti ad importare (e ad investire all'estero) — il volume del commercio estero (e delle altre transazioni con l'estero) è certamente destinato a crescere, e che più abbondanti riserve valutarie sono necessarie per finanziare disavanzi occasionali nei pagamenti con l'estero. Vediamo che cosa i dati statistici ci dicono riguardo al rapporto fra riserve ufficiali e circolazione monetaria interna.

C'è divario di opinioni su ciò che sarebbe opportuno comprendere sotto il concetto di moneta. Per taluni i depositi a vista presso le banche commerciali sono moneta, ma non lo sono i depositi a tempo. Altri distinguono vari tipi di depositi a tempo e includono nella massa monetaria i « certificati di deposito » e altri depositi a tempo ad alta liquidità presso le banche commerciali, ma ne escludono i « libretti di risparmio ». Gli assetti istituzionali differiscono da paese a paese e in taluni paesi le accennate distinzioni non sono possibili. Si è diffusa l'abitudine di parlare di « quasi-moneta », ma non c'è accordo su ciò che dovrebbe essere compreso in questo concetto in particolari paesi. Per esempio, i saldi di conto corrente presso il sistema postale sono da considerarsi come moneta, come quasi-moneta, o da escludere dall'una e dall'altra? Noi non cercheremo di dare una nostra risposta a simili domande, ma ci limiteremo ad adottare i criteri accolti dagli statistici del Fondo Monetario per le rilevazioni pubblicate nelle I.F.S.; le quali indicano per la maggior parte dei paesi (non per tutti) due cifre, una per la moneta, l'altra per la quasi-moneta.

La tabella A-III dell'appendice presenta per i nostri 14 paesi (e per gli anni disponibili secondo le I.F.S.) i dati delle riserve ufficiali, della circolazione monetaria, e della moneta più la quasi-moneta. Essa indica quindi due serie di rapporti: fra riserve e moneta, e fra riserve e moneta più quasi-moneta. A causa di talune dubbie classificazioni, i rapporti non sono rigorosamente comparabili; il grado di comparabilità è però da ritenersi sufficiente ai nostri fini. Quando le classificazioni non sono mutate nel corso degli anni, si può almeno contare sulla comparabilità temporale dei dati dello stesso paese.

Di nuovo, per comodità del lettore, presentiamo nel testo, nella tabella 5, un quadro sintetico dei rapporti massimi e minimi delle riserve ufficiali rispetto alla moneta e alla moneta più la quasi-moneta, che si sono avuti nei 14 paesi durante il periodo compreso tra il 1949 (il primo anno per cui si dispone di rilevazioni statistiche)

TAB. 5

RAPPORTI FRA RISERVE E MONETA E FRA RISERVE E MONETA PIÙ QUASI-MONETA IN 14 PAESI INDUSTRIALI
Rapporti massimi e minimi fra il 1949 e il 1965, rapporti medi per il quinquennio 1961-1965

	Rapporto fra riserve e moneta			Rapporto fra riserve e moneta più quasi-moneta		
	Rapporto massimo	Rapporto minimo	Rapporto medio	Rapporto massimo	Rapporto minimo	Rapporto medio
	Anno	Anno	Anni	Anno	Anno	Anni
Australia	50,4	22,4	37,9	27,8	10,8	1961-65
Austria ^a	73,4	41,0	67,8	52,3	24,9	»
Belgio-Lussemburgo ^b	38,2	25,2	36,0	32,3	23,2	»
Canada	47,9	32,2	36,2	23,9	14,8	»
Francia	17,6	3,8	16,6	15,8	3,6	»
Germania	62,3	10,0	47,5	30,3	7,0	»
Irlanda	114,0	57,2	61,8	40,8	22,3	»
Italia ^a	29,3	12,6	21,6	16,8	8,6	»
Giappone ^a	17,9	7,4	9,5	8,2	2,4	»
Olanda	62,6	30,1	53,9	48,0	25,3	»
Svezia	32,4	21,0	27,6	9,9	5,3	»
Svizzera	65,6	47,6	49,8	31,6	17,8	»
Regno Unito ^c	12,8	7,0	9,4	—	—	—
Stati Uniti	23,7	9,1	10,8	18,0	5,0	»

^a Dati dal 1953.

^b Dati dal 1950.

^c Dati dal 1951.

e il 1965. Il quadro indica diversità quasi incredibili nel tempo e nello spazio. Limitandoci al rapporto fra riserve e moneta, si rileva che il più basso dei rapporti è pari al 3,8% (Francia nel 1957) e il più alto a 114% (Irlanda nel 1950). Il più elevato fra i rapporti minimi era 57,2% (Irlanda nel 1965), e il più basso dei rapporti massimi 12,8% (Regno Unito nel 1960). La variazione più marcata nel tempo nello stesso paese si è avuta in Germania, con un minimo di 10% (nel 1951) ed un massimo di 62,3% (nel 1960). Bassi rapporti ha avuto di continuo il Regno Unito, con un minimo di 7% (nel 1964) e un massimo di 12,8% (nel 1960). Anche la Francia presenta rapporti piuttosto bassi: fra il 1949 e il 1960 per nove anni i rapporti sono stati inferiori al 9% (e per sei anni pari al 7% o meno); il rapporto massimo del periodo è stato 11,6%; il forte aumento delle riserve dopo il 1960 non si è tradotto in rapporti di riserva particolarmente elevati, il massimo essendo stato raggiunto nel 1965 con soltanto 17,6%. Alti rapporti si sono avuti di continuo in Austria, con un minimo di 41% e un massimo di 73,4%, e in Svizzera, con un minimo di 47,6% e un massimo di 65,6%.

Le medie aritmetiche dei rapporti di riserva nel quinquennio 1961-1965 mostrano di nuovo notevoli differenze fra i 14 paesi. Il Regno Unito, il Giappone e gli Stati Uniti hanno avuto i rapporti medi più bassi con 9,4%, 9,5% e 10,8% rispettivamente. All'Austria spetta il rapporto più alto — 67,8%; seguono l'Irlanda con 61,8%, l'Olanda con 53,9%, la Svizzera con 49,8% e la Germania con 47,5%.

I rapporti fra riserve e moneta più quasi-moneta sono ovviamente più bassi. Le differenze fra i due ordini di rapporti sono forti nei paesi in cui i depositi a tempo hanno molta importanza, ma non sono considerati moneta vera e propria. Sotto questo rispetto l'Irlanda viene in testa: i rapporti medi di riserva per il quinquennio 1961-1965 sono 61,8% per la moneta e 23,6% per la moneta più la quasi-moneta. Il primo rapporto è più che doppio del secondo in Australia, Austria, Canada, Germania, Giappone, Svezia e Svizzera. La differenza è molto piccola in Francia ed è nulla nel Regno Unito, dove la categoria della quasi-moneta non esiste (almeno nelle rilevazioni delle I.F.S.).

Allo scopo di aiutarci a giudicare quali rapporti possono essere considerati alti e quali bassi, ho calcolato medie ponderate dei rapporti fra riserve e moneta per l'intero gruppo dei 14 paesi industriali, e inoltre per i 12 paesi che escludono i due a moneta-riserva. Per il

periodo 1961-1965 i rapporti fra riserve complessive e complessive circolazioni monetarie erano 26,9% per i 14 paesi e 33,5% per i 12.

Le enormi differenze rilevate fra i vari paesi costringono a respingere qualsiasi teoria che sostenga la necessità o l'opportunità di un determinato rapporto fra riserve sull'estero e quantità della moneta interna, a meno che nella teoria sia incluso qualche parametro che adatti il rapporto a particolari circostanze. Non sono a conoscenza di nessuna teoria di questo tipo; potrei però immaginarne una: per esempio, il volume di riserve necessarie o estremamente desiderabili potrebbe essere considerato una funzione della propensione marginale di un paese ad importare (beni, servizi e forse anche titoli), oltre che del volume della moneta interna. Se la propensione a importare è alta, un aumento relativamente piccolo nella quantità di moneta potrebbe portare a notevoli incrementi nella domanda di valuta estera, per i quali le autorità monetarie potrebbero desiderare di essere preparate. Non penso che una simile teoria possa dare molto; quantomeno dubito che essa esprima il modo di ragionare dei dirigenti della politica monetaria di ciascuno dei paesi in esame. I banchieri centrali potrebbero però essere più influenzati dai loro propri bilanci; a questa possibilità volgiamo ora l'attenzione.

Riserve in relazione alle passività correnti delle banche centrali.

La teoria che possa essere desiderabile mantenere una certa proporzione fra attività liquide sull'estero (oro) e passività correnti interne potrebbe essere fondata soltanto su una considerazione: la probabilità che una certa quota delle suddette passività possa essere presentata, in qualsiasi momento, per la conversione in valuta estera (oro). È fuori questione che la quota suddetta non può mai essere vicina al 100% e neanche al 50% delle passività interne, perchè i titolari di tali passività ne hanno bisogno per le loro operazioni in patria. Le banconote sono necessarie per le transazioni giornaliere fra unità familiari e aziende che provvedono ai loro bisogni; i depositi presso la banca centrale sono necessari alle banche commerciali per assolvere obblighi di riserva legali o consuetudinari. Di tempo in tempo, peraltro, certi titolari di depositi presso le banche commerciali possono essere tenuti a crescenti rimesse a favore di aziende estere in pagamento di accresciute importazioni di beni, servizi e valori, con la conseguenza che le banche commerciali devono usare

parte dei fondi da esse affidati alla banca centrale per acquistare da quest'ultima valute estere (oro). Se tutte le banche commerciali fossero sempre con crediti spinti fino al limite delle possibilità, ossia senza riserve eccedenti, e se la banca centrale fosse decisa a non mai aiutarle con prestiti, risconti o acquisti sul mercato aperto, le autorità sarebbero al sicuro anche con un rapporto molto basso fra riserve estere e passività correnti interne. Quanto più larghe sono le riserve eccedenti delle banche commerciali, tanto maggiore è la responsabilità politica della banca centrale, e quindi tanto più ampie devono essere le riserve valutarie in relazione alle passività interne della medesima.

È questa forse la più plausibile di tutte le teorie finora considerate. Essa non solo giustifica un « bisogno » di riserve sull'estero; ma spiega anche perchè questo bisogno è riferito all'entità delle passività correnti interne, e perchè i rapporti necessari possono essere molto diversi da paese a paese. Mentre un paese può ritenere di poter accontentarsi di un rapporto del 10%, un altro può sentirsi sicuro soltanto con un 30% e un altro ancora tendere al 40%. Rapporti più alti, tuttavia, non possono essere facilmente giustificati dalla teoria in esame. Ciò di cui essa rende, d'altra parte, ragione è perchè i vari paesi desiderano che le loro riserve sull'estero aumentino ogni anno: poichè in un'economia in sviluppo le passività correnti interne della banca centrale devono crescere se si vogliono evitare flessioni nei livelli dei salari e dei prezzi, il mantenimento di un rapporto di riserva di « sicurezza » richiede un continuo aumento delle riserve sull'estero, approssimativamente pari al tasso annuo dello sviluppo economico.

Abbiamo finora parlato della relazione fra le riserve e le sole passività correnti interne. Quando tutte le riserve ufficiali di tutte le autorità monetarie sono costituite da oro, e nessun'altra « attività estera » è tenuta dalle autorità monetarie, nessuna di queste potrebbe avere passività verso l'estero. In regime peraltro di *gold exchange standard*, nel quale molti paesi hanno valute estere fra le riserve, i paesi le cui valute sono tenute fra le riserve hanno necessariamente passività verso l'estero. Hanno questi paesi o le loro banche centrali « bisogno » di un'extra riserva a copertura delle passività verso l'estero? La probabilità che sia richiesto il pagamento di dette passività è la stessa o è minore oppure maggiore che nel caso di passività interne? Nessuna teoria economica può essere elaborata per rispondere in modo esauriente ai suddetti quesiti, poichè le domande di

conversione in oro sono in larga misura decisioni politiche di competenza di autorità governative. Soltanto in piccola parte la conversione è spiegata da fattori economici, precisamente quando paesi che tengono larghe quote delle loro riserve in forma di valute estere incorrono in disavanzi con paesi che possiedono principalmente oro. Le banche centrali riceventi, per mantenere i rapporti abituali fra oro e valute estere, convertirebbero allora le eccedenze di valuta in oro. Le probabilità di sviluppi di questo genere non sono facili da esprimere con coefficienti numerici.

È probabile che i medesimi paesi abbiano avuto in tempi diversi atteggiamenti diversi per ciò che riguarda il bisogno di riserve estere a copertura delle passività verso l'estero. Nei periodi in cui la maggior parte delle banche centrali erano ansiose di rafforzare le loro riserve in valuta, i paesi a moneta-riserva non avevano probabilmente alcuna preoccupazione di domande di conversione in oro. In seguito, via via che si delinearono e poi crebbero le esitazioni ad aumentare le riserve con monete-chiave, i paesi che emettono moneta-riserva divennero consapevoli della loro inadeguata preparazione a convertirle in oro. In ogni caso le loro scorte di oro e di valute estere convertibili devono costituire le riserve di copertura di tutte le loro passività correnti, sia verso l'estero che sull'interno.

Per indicare i rapporti che le principali banche centrali hanno mantenuto nel corso degli ultimi 15 anni, ho preparato di nuovo una tabella sintetica (tabella 6) basata sui dati pubblicati dalle I.F.S. Purtroppo la comparabilità di tali dati è dubbia, forse a causa di differenti metodi di rilevazione dei vari paesi. Per i due paesi a moneta-riserva: Stati Uniti e Regno Unito, i dati non possono in realtà essere usati per attendibili raffronti, soprattutto a causa della « doppia personalità » delle rispettive autorità monetarie: le riserve estere sono tenute infatti in parte dalla banca centrale, in parte da organi del Ministero del Tesoro; similmente le passività verso l'estero sono dovute in parte dalla banca centrale e in parte dal Tesoro. I dati per gli Stati Uniti e per il Regno Unito saranno perciò omessi, e la tabella si limiterà agli altri 12 paesi — con il vantaggio che non dovremo seriamente preoccuparci dei divari fra passività totali e passività interne, dal momento che le passività verso l'estero delle 12 banche centrali in questione sono trascurabili; le loro passività totali coincidono sostanzialmente con le loro passività sull'interno.

La tabella 6 presenta un quadro, simile a quelli dati nelle tabelle 1, 4 e 5, dei rapporti massimi, minimi e medi. Il massimo

dei rapporti fra riserve ufficiali e passività totali delle banche centrali dei 12 paesi industriali a valuta non di riserva nel periodo dal 1949 al 1964 appartiene alla Svizzera con 103,1% (nel 1949). Seguono l'Olanda con 98,9% (nel 1964), il Canada con 88,3% (nel 1950), e l'Austria con 87,2% (nel 1953). Il più basso dei rapporti minimi spetta alla Francia con 7,1% (nel 1957), seguita dalla Germania con 10,6% (nel 1951) e dal Giappone con 22,3% (nel 1957).

TAB. 6

RAPPORTI FRA RISERVE E PASSIVITA' DELLE BANCHE CENTRALI
DI 12 PAESI INDUSTRIALI

Rapporti massimi e minimi fra il 1949 e il 1964; rapporti medi per il periodo 1961-1964

	Rapporto massimo		Rapporto minimo		Rapporto medio	
	Anno	%	Anno	%	Anni	%
Australia	1949	79,0	1960	37,5	1961-64	62,3
Austria ^a	1953	87,2	1955	46,9	"	73,7
Belgio-Lussemburgo ^b	1964	64,5	1950	43,1	"	62,4
Canada	1950	88,3	1949	62,3	"	78,7
Francia	1964	43,1	1957	7,1	"	39,5
Germania ^c	1960	71,7	1951	10,6	"	63,0
Irlanda ^f	—	—	—	—	—	—
Italia ^d	1961	72,0	1956	35,1	"	59,3
Giappone ^e	1952	52,0	1957	22,3	"	26,3
Olanda ^b	1964	98,8	1951	34,0	"	94,7
Svezia	1964	47,1	1949	27,7	"	42,1
Svizzera	1949	103,1	1964	87,4	"	91,3

^a Dati dal 1953. ^b Dati dal 1950. ^c Dati dal 1951.
^d Dati dal 1955. ^f Dati non disponibili per le passività.

Fra i rapporti massimi il più basso è quello della Francia con 43,1% (nel 1964). Fra i rapporti minimi il più elevato è quello della Svizzera con 87,4% (nel 1964). I rapporti medi per il quadriennio 1961-1964 variano fra 39,5% (Francia) e 94,7% (Olanda).

Come si è detto a proposito dei precedenti rapporti di riserva, non è possibile spiegare i divari nei rapporti da un anno all'altro o da un paese all'altro con qualcosa che possa essere ragionevolmente denominato « bisogno di riserve ». Se l'Olanda ha quasi triplicato il rapporto fra le riserve e le passività tra il 1951 e il 1964, se la Francia ha moltiplicato per sei il suo rapporto fra il 1957 e il 1964,

se il rapporto della Germania del 1960 era quasi sette volte quello del 1951, questi enormi aumenti non sono stati la conseguenza né di un bisogno né di un desiderio di così elevati rapporti. In realtà, almeno due dei tre paesi ricordati hanno anzi cercato di combattere l'afflusso di riserve mediante rivalutazioni monetarie nel 1962, con ciò riducendo sia il valore delle riserve accumulate sia la capacità concorrenziale delle loro industrie negli scambi internazionali.

Incoerenza di rapporti.

Taluni paesi tengono *ingenti* riserve, qualunque sia il metro adottato per misurarle; altri tengono riserve *basse* sotto tutti i riguardi. In certi casi, peraltro, il quadro è confuso, con rapporti di riserva alti o bassi a seconda del termine di paragone prescelto: così, un paese può contemporaneamente avere un alto rapporto sotto un certo aspetto e un basso rapporto sotto un altro aspetto.

Si prenda, per esempio, la Svezia; il rapporto fra riserve e importazioni era del 22% nel 1965, mentre altissimo era il rapporto fra riserve e disavanzo massimo del passato: 1.262%. Analogamente, la Francia ha un basso rapporto fra riserve e circolazione interna — 17,6% nel 1965 —, e un rapporto elevato fra riserve e importazioni: 61,3%. Tali indici appaiono incoerenti soltanto se vengono considerati come espressione di preferenze particolari da parte delle singole autorità monetarie. A mio avviso, le cose non stanno così. Certe « relazioni strutturali », come quelle fra circolazione monetaria interna, passività della banca centrale e importazioni, sono molto diverse da paese a paese; e gli organi responsabili probabilmente non hanno nemmeno fatto i paragoni per valutare quali proporzioni di riserve siano desiderabili. Io dubito seriamente che l'entità delle riserve sia tra i principali obiettivi della politica economica, fuorché nei casi in cui le riserve siano così *pericolosamente basse* che un passo falso può provocare un collasso oppure quand'esse, sebbene sufficientemente elevate, denuncino un *declino*.

Un'analogia: il guardaroba di mia moglie.

Tempo fa, quando giunsi alla conclusione che di riserve non c'era bisogno per nessuno degli scopi sottolineati da teorici o da pratici, mi sono chiesto che cosa realmente potesse esserci dietro

l'agitazione per la supposta loro inadeguatezza. E mi imbattei in una analogia che mi è sembrata utile; poichè ha già circolato largamente nella cerchia degli specialisti, mi prendo la libertà di citarmi.

« A che dunque c'è bisogno di riserve estere? A stretto rigore di esse non c'è "bisogno". Ma le autorità monetarie fanno un gran chiasso se non hanno tutto ciò che ritengono opportuno avere. Mi sia consentito di spiegare questo atteggiamento confrontando il tipico banchiere centrale con mia moglie, anche se ciò può essere troppo lusinghiero per la maggior parte dei banchieri centrali. Di quanti abiti ha bisogno mia moglie? Uno, sette, 31 o 365? Si potrebbe pensare che un solo abito è tutto ciò di cui essa realmente necessita — e anche questo soltanto per il nostro "tipo di civiltà". Vi assicuro invece che essa pensa di averne bisogno di ben più. Il fatto che ne desideri 25 o 52 dipende dalle sue abitudini e dai Rossi e Bianchi con cui vuol tenersi alla pari. Forse desidera conservare un rapporto fisso tra abiti e reddito familiare; se questo rapporto si riduce, essa si agiterà, e se io dovessi impedirle di aggiungere altri abiti, imporrà restrizioni e controlli alla vita casalinga e alle nostre relazioni con amici e conoscenti. Ne deduco che il giusto numero di abiti per mia moglie è quello che la trattiene dall'agitarsi e che mi risparmia il pericolo di spiacevoli restrizioni. Prima di lasciare l'analogia fra donne e banchieri centrali, mi sia permesso di rilevare che "diritti" di prendere a prestito abiti da amici o da prestatori non servirebbero: la maggior parte delle donne vuol avere la proprietà dei loro abiti, non averli in prestito. Vorrei che i miei amici del Fondo Monetario avessero piena consapevolezza della differenza psicologica fra avere in proprietà e avere a prestito.

« I banchieri centrali non guardano ai loro guardaroba ma ai loro bilanci, e desiderano vedere fra le attività riserve sull'estero di gran lunga eccedenti ciò che sarebbe necessario a coprire le loro nudità. Essi vorrebbero mantenere certi rapporti fra riserve estere e passività totali. Tali rapporti possono essere semplicemente una questione di tradizione o di moda o, se volete, di fede. Non vale la pena di discutere su questi aspetti normativi. Il punto è che la maggior parte dei banchieri centrali comincia ad agitarsi quando il rapporto di riserva si riduce. Le loro passività devono aumentare di anno in anno, poichè banconote e depositi — la cosiddetta offerta monetaria interna — devon crescere se si vuol sfuggire a movimenti deflazionistici. Con forze di lavoro e capacità produttive in continuo aumento e con salari monetari che rifiutano di scendere, i banchieri

centrali devono provvedere la moneta addizionale necessaria ad evitare una deflazione continuata e una crescente disoccupazione. Essendo abituati a certi rapporti tradizionali di riserva, essi desiderano che le riserve sull'estero aumentino, grosso modo, in proporzione con le loro passività totali. Non che abbiano bisogno di ciò in qualche significato diverso dal bisogno che ha mia moglie di altri abiti. Ma se le banche centrali perdono riserve estere e perfino se vedono declinare i loro rapporti di riserva, insisteranno per politiche che conducano all'afflusso di nuove riserve. In conclusione il "bisogno" di riserve è determinato dalle ambizioni delle autorità monetarie. Sarebbe opportuno fare in modo che esse abbiano riserve estere in importi sufficienti a renderle contente; tali, cioè, che le trattengano dal richiedere o tollerare politiche di restrizione delle importazioni o dei movimenti di capitali » (2).

Questa mia idea è nota come « teoria delle riserve monetarie fondata sul guardaroba della Signora Machlup ». Non sono però contento della sua prima formulazione e desidero apportarle un emendamento.

Una revisione: mia moglie e il bisogno di nuovi abiti.

Nella prima formulazione ho mischiato punti rilevanti con punti irrilevanti. Irrilevante è l'accento posto sull'ambizione dei banchieri centrali di « mantenere certi rapporti fra riserve estere e passività totali ». Importante è invece la constatazione « che la maggioranza dei banchieri centrali comincia a inquietarsi quando il rapporto di riserva si riduce ». Mantenere un certo rapporto di riserva significherebbe resistere sia ad un aumento che ad una diminuzione; mentre è soltanto la reazione a una *diminuzione* che importa.

L'analogia col guardaroba di mia moglie non era nemmeno espressa in modo del tutto corretto, poichè dava risalto al numero di abiti appesi nel guardaroba invece che al loro aumento annuale. In realtà mia moglie non si preoccupa tanto di avere 25 o 52 abiti, ma soltanto di averne alcuni nuovi ogni anno. Questa ambizione è la corretta analogia con l'ambizione del banchiere centrale: il quale

(2) FRITZ MACHLUP, *International Monetary Systems and the Free Market Economy*, in « International Payments Problems: A Symposium » (Washington, American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1966).

non si preoccupa tanto del fatto che il suo rapporto di riserva (rispetto alle passività o al totale della circolazione monetaria) sia 47% o 74%, purchè le sue riserve aumentino, sia pure modestamente, e non diminuiscano.

Con questi emendamenti la mia teoria è probabilmente corretta. Le « equazioni di comportamento » della mia « autorità coniugale » e delle nostre autorità monetarie sono abbastanza simili da rendere valida l'analogia.

Non bisogno, ma volontà di accettare.

La mia teoria spiega soltanto il perchè di un bisogno di riserve addizionali; non può dare ragione dell'entità delle riserve effettivamente possedute. Avendo rigettato tutte le teorie basate su un bisogno o desiderio di particolari importi di riserve, sia per singoli paesi che per gruppi di paesi, resta ancora aperta la questione del perchè le riserve siano al livello cui sono.

La ricerca di una risposta non è difficile, se si è preparati ad abbandonare l'idea che si tengano riserve per uno scopo. La spiegazione più semplice del possesso di riserve « esorbitanti » è che tutte le alternative sono considerate indesiderabili. Per ridurre infatti ingenti riserve estere, un paese dovrebbe perseguire politiche che può invece desiderare di evitare: rivalutazione della moneta, inflazione dei prezzi e del reddito, abolizione di restrizioni delle importazioni. La rivalutazione monetaria è impopolare, perchè danneggia le industrie d'esportazione (diminuendone la capacità di concorrenza sui mercati esteri) e le industrie i cui prodotti sono in concorrenza con beni d'importazione (che la rivalutazione renderebbe disponibili a prezzi ridotti); inoltre la rivalutazione diminuisce il valore dell'oro e delle attività sull'estero di proprietà della banca centrale (causando una perdita di capitale talvolta imbarazzante). Un processo d'inflazione interna è impopolare per i suoi effetti iniqui sulla distribuzione del reddito e per le sue conseguenze negative per un'efficiente « allocazione » delle risorse. L'abolizione di restrizioni delle importazioni incontra resistenza da parte delle industrie protette, dei relativi azionisti, lavoratori ed esponenti politici. Se tutte le politiche intese a ridurre le riserve estere e ad impedire ulteriori loro aumenti sono « politicamente impossibili », l'accumulazione di riserve continua, senza riguardo all'irrazionale allocazione delle risorse nazionali che

è implicita nell'ammassare attività di cui non ci si aspetta nè di far uso nè di aver bisogno.

Nel discutere del rapporto fra riserve e passività abbiamo ricordato gli ingenti aumenti dei rapporti di riserva dell'Olanda, della Francia e della Germania, e i tentativi dell'Olanda e della Germania di combattere l'afflusso di riserve con rivalutazioni delle rispettive monete. Al fine di evitare l'aumento dei rapporti fra riserve e passività, i due paesi suddetti avrebbero dovuto rivalutare le loro monete in misura più drastica (e non del 5% soltanto), oppure creare passività addizionali con l'espandere il credito interno molto più di quanto abbiano fatto. Se avessero realmente desiderato mantenere invariato il rapporto fra riserve e passività, le autorità monetarie avrebbero dovuto compensare l'aumento nelle attività sull'estero con un aumento per identica percentuale nelle attività sull'interno. Una espansione del credito di tal fatta avrebbe prodotto una piuttosto seria inflazione dei redditi e dei prezzi. Contrarie a permettere più alti tassi di inflazione — i tassi allora consentiti erano già imbarazzanti — le autorità monetarie della Germania e dell'Olanda adottarono misure di contenimento dell'espansione del credito interno. Di conseguenza il rapporto fra riserve estere e passività aumentò oltre i livelli che avrebbero desiderato o che avrebbero potuto ritenere necessario per qualsiasi scopo.

Dovrebbe ora essere chiaro che il volume delle riserve e i loro rapporti con qualsiasi tipo di parametro non sono determinati da ciò che le autorità monetarie *desiderano* avere, ma piuttosto da ciò che ad esse è offerto e che esse sono *disposte ad accettare* o, più correttamente, restie a combattere. Se ci è permesso di usare i termini « offerta e domanda » in questo contesto, potremmo dire che la domanda di riserve è infinitamente elastica, e che il volume di esse accettato e tenuto è quindi determinato soltanto dall'offerta. Un'infinita elasticità della domanda è implicita nella risoluzione di mantenere corsi di cambio fissi; il rifiuto di comprare qualunque importo di valuta estera che possa essere offerto alle autorità si risolverebbe in una caduta dei prezzi di valute estere, cioè in una rivalutazione della valuta del paese che rifiuta di accettare ulteriori riserve. Piuttosto che consentire una rivalutazione, la maggior parte delle autorità monetarie permettono che le loro riserve aumentino al livello determinato dall'offerta di valuta estera.

Il bisogno di riserve addizionali.

Non si può ragionevolmente dire, ripetiamo, che un qualsiasi particolare volume di riserve, sia in un particolare paese sia in un gruppo di paesi, sia necessario o adeguato; si può però dire fondatamente che un *aumento* di riserve è necessario o adeguato per impedire restrizioni degli scambi e dei pagamenti internazionali. Porre l'accento sull'*entità* delle riserve è un errore; è giustificato invece porlo sugli aumenti di riserve.

Tale giustificazione non si basa su necessità biologiche o fisiche e nemmeno economiche, ma bensì sugli odierni comportamenti delle autorità politiche. È noto che, in paesi colpiti da perdite di riserve estere, le autorità adottano prima o poi misure di controllo per arrestare ulteriori deflussi, e che, fra le politiche alternative, hanno tendenza a scegliere misure di restrizione degli scambi internazionali e dei movimenti di capitale. Queste restrizioni sono dannose alle economie di tutti i paesi coinvolti. Un mezzo per evitare restrizioni è di evitarne le cause (o i pretesti), vale a dire i disavanzi delle bilancie dei pagamenti. E il mezzo più facile per evitare o ridurre disavanzi siffatti è di procurare aumenti annui delle riserve ufficiali. In altri termini, riserve addizionali sono necessarie per evitare politiche restrittive.

L'effetto della creazione di nuove riserve sugli avanzi netti delle bilance dei pagamenti di tutti i paesi considerati nel loro insieme non è sempre pienamente inteso. Esso può essere spiegato nei termini più semplici raffrontando due situazioni: una in cui la produzione annuale di oro del Sudafrica sia assorbita dalla domanda privata; l'altra in cui sia acquistata dalle autorità monetarie.

Si immagini, per semplicità, che ci siano soltanto dieci paesi oltre il Sudafrica; e che il Sudafrica impieghi tutti i ricavi delle sue esportazioni di oro in importazioni di beni, e che gli altri dieci paesi acquistino l'oro in cambio delle loro esportazioni verso il Sudafrica. Se l'oro è acquistato da privati, per usi industriali e per tesoreggiamento, i saldi commerciali dei dieci paesi presi nel loro insieme, nonché quello del Sudafrica, saranno perfettamente bilanciati. Ognuno dei dieci paesi può avere un surplus o un deficit, ma la somma degli avanzi e la somma dei disavanzi saranno identiche. (Per inciso, se qualche importazione di oro non monetario non fosse registrata, i dati statistici mostrerebbero un'eccedenza globale delle esportazioni, compensata da un saldo negativo in conto errori ed

omissioni.) Se l'oro è acquistato non da privati ma invece dalle banche centrali di qualcuno dei dieci paesi, la complessiva bilancia dei pagamenti dei dieci mostrerà un avanzo netto; questo avanzo netto delle esportazioni sulle importazioni sarà pareggiato da un aumento netto delle riserve monetarie; taluno dei dieci paesi può essere in surplus, talaltro in deficit, ma la somma dei surplus supererà la somma dei deficit per l'importo esatto dell'aumento dell'oro monetario.

È possibile che il numero dei paesi in disavanzo sia lo stesso, o che i disavanzi di taluni paesi siano identici in ambedue le situazioni; ma il risultato più probabile dell'aumento delle riserve monetarie sarà che taluni paesi avranno disavanzi minori e che altri paesi avranno avanzi invece che disavanzi. Con disavanzi minori e con meno paesi in deficit, saranno ridotte le pressioni per l'adozione di politiche restrittive.

Se vengono create riserve addizionali non mediante aumento delle scorte auree monetarie, ma con la creazione e gratuita distribuzione di riserve fiduciarie, gli effetti saranno analoghi, poichè la somma degli avanzi nelle bilance dei pagamenti supererà la somma dei disavanzi. Sebbene ciò possa sembrare un gioco computistico, il contabile della bilancia dei pagamenti registrerà il deposito di valuta del suo paese nel conto dormiente dell'istituto internazionale di riserva come afflusso di capitale a lungo termine (dacchè non costituirebbe una passività corrente), mentre l'acquisizione di un'attività corrente verso lo stesso istituto sarà segnata sotto la linea come aumento delle riserve ufficiali. In tal modo, la creazione di una nuova attività di riserva nella forma indicata da recenti proposte ridurrebbe, alla stessa stregua di un aumento delle riserve guadagnate, il numero dei paesi in disavanzo e la somma dei rispettivi disavanzi — sempre che, s'intende, gli statistici distinguano esattamente fra conti dormienti e conti attivi.

Quale sia l'entità di un aumento nelle riserve monetarie globali necessaria per ridurre il volume dei disavanzi e il numero dei paesi in disavanzo in misura bastevole a scongiurare restrizioni degli scambi internazionali e dei movimenti di capitali, dipenderà dalla distribuzione dei disavanzi e dalle propensioni politiche dei vari paesi ad imporre restrizioni. Tali propensioni — in altri termini, di quale entità e durata dev'essere una perdita di riserve in un particolare paese per fornire una ragione o un pretesto sufficiente per l'adozione di certe misure restrittive? — sono il frutto delle opinioni

degli organi incaricati della formulazione degli indirizzi politici; e queste opinioni a loro volta derivano da teorie razionali, da miti irrazionali, da principi tradizionali e da pregiudizi. Certi paesi possono pazientemente rassegnarsi a più alti tassi d'interesse, talaltri ricorrere a efficaci controlli salariali, altri ancora sopportare perfino un certo grado di disoccupazione, quando si trovino alle prese con un deficit nella bilancia dei pagamenti. Ma altri paesi possono passare rapidamente, alla minima provocazione, a restrizioni e controlli delle importazioni e dei pagamenti con l'estero. (Per coloro che amano le definizioni, potrei cercare di definire la propensione marginale a limitare le importazioni come il valore delle importazioni evitate mediante restrizioni e controlli diretti rapportato a una data perdita di riserve sofferta per effetto di un deficit di bilancia dei pagamenti.) Poichè è impossibile predire sia quali paesi registreranno disavanzi di una certa rilevanza sia quali saranno le propensioni delle autorità politiche, la determinazione dell'aumento « adeguato » delle riserve totali può essere soltanto oggetto di un giudizio rozzo, eppur necessario.

Tre effetti di aumenti delle riserve.

L'aumento delle riserve monetarie di un paese può avere vari effetti, i quali, sebbene siano strettamente correlati, è opportuno tener distinti per amor di chiarezza. Si è appena discusso l'effetto sulla bilancia dei pagamenti, e come probabile reazione, sulle politiche riguardanti gli scambi commerciali e i movimenti di capitale.

Un secondo effetto riguarda l'offerta di moneta. Se si guadagnano valute estere grazie ad avanzi della bilancia commerciale o a importazioni di capitale (senza ricorso a prestiti da parte delle autorità monetarie), l'acquisto di dette valute da parte della banca centrale è finanziato con mezzi monetari nazionali di nuova creazione. In mancanza di politiche compensatrici, la circolazione monetaria aumenta.

Un terzo effetto si esercita sulla posizione di riserva e sulla conseguente politica creditizia della banca centrale. Il miglioramento della posizione di riserva può rendere le autorità monetarie più ardite nei loro orientamenti. Probabilmente esse saranno invogliate a tenere più bassi i tassi d'interesse, a espandere il loro portafoglio di effetti

interni e altre attività, e a permettere alle banche commerciali di seguire indirizzi più espansionistici.

Ci sono talune differenze da rilevare a seconda della forma che l'aumento delle riserve può assumere. Il primo effetto — sulle bilance dei pagamenti e sulle politiche inerenti agli scambi commerciali e ai movimenti di capitale — lo si può attendere con la massima certezza da aumenti nelle scorte di oro monetario, e con minore probabilità anche da una distribuzione di riserve gratuite (« unità di riserva ») da parte di un'istituzione internazionale. L'espansione delle passività di paesi a moneta-riserva, in caso di disavanzi nei loro conti con l'estero, porta a un aumento delle riserve lorde, non delle riserve nette; anche in questo caso, tuttavia, fintanto che i paesi a moneta-riserva non sono preoccupati del peggioramento della loro posizione esterna, l'effetto netto sulle politiche commerciali è di tipo « liberalizzatore ». Il ricorso alle facilitazioni creditizie del Fondo Monetario può provocare un aumento nelle riserve guadagnate dai paesi a cui i paesi in disavanzo versano le valute prese a prestito; ma qui gli effetti netti non sono sicuri; se però la concessione di credito ai paesi in disavanzo è fatta a condizione che si astengano da politiche restrittive, il processo è di nuovo « liberalizzatore ».

Il secondo effetto — quello diretto sull'offerta di moneta — si produce sicuramente nel caso di aumento delle scorte di oro monetario e delle riserve valutarie. Non si avrebbe in caso di distribuzione di riserve gratuite da parte di un'istituzione internazionale; in tal caso la banca centrale non acquisterebbe le « unità di riserva » da fornitori nazionali, ma le acquisirebbe attraverso un deposito nel conto dormiente presso l'istituzione internazionale, cioè attraverso una passività non circolante, non corrente di quest'ultima. Il fatto che questa forma (piuttosto rivoluzionaria) di creazione di nuove riserve non accresce immediatamente il volume dei mezzi monetari dei paesi beneficiari la rende accetta a quanti, pur desiderando il primo effetto, si preoccupano delle conseguenze inflazionistiche di aumenti delle riserve.

Il terzo effetto — sulle posizioni di riserva e sulle politiche creditizie delle banche centrali — si accompagna probabilmente con ogni forma di creazione di riserve. Naturalmente esso può essere fronteggiato con politiche monetarie correttive, quando un'espansione creditizia non sia desiderata.

Applicazione alle discussioni odierne.

Il nostro studio, fino a questo punto, è rimasto entro i confini della ricerca astratta, senza esplicite applicazioni ai problemi e ai negoziati del giorno. Non dovrebbe però essere difficile rilevare le implicazioni delle nostre osservazioni per i dibattiti che oggi si svolgono per la soluzione di problemi d'importanza immediata.

Le conclusioni principali ai fini delle odierne controversie sono le seguenti:

- 1) Non c'è « bisogno », nel mondo, di un particolare volume di riserve monetarie.
- 2) In nessun senso, pertanto, si può affermare che l'ammontare mondiale complessivo di riserve monetarie è inadeguato.
- 3) In realtà, se il totale delle riserve mondiali non avesse raggiunto 70 miliardi di dollari ma, poniamo, soltanto 50 miliardi, nemmeno allora ci sarebbe « scarsità » di riserve.
- 4) Ciò di cui c'è bisogno è, peraltro, un aumento annuo nelle riserve monetarie, se si vogliono evitare politiche di restrizione degli scambi commerciali e dei movimenti di capitale.
- 5) L'aumento annuo delle riserve totali dovrebbe essere di un ordine di grandezza tale che il numero dei paesi in disavanzo e la somma dei loro disavanzi siano così modesti da impedire pressioni verso restrizioni degli scambi commerciali e dei movimenti di capitale.

6) A meno che cessino gli odierni, larghi assorbimenti di oro da parte dei privati, i necessari aumenti annui delle riserve totali possono essere forniti soltanto da un'istituzione internazionale, che emetta nuove attività di riserva.

7) Eventuali effetti inflazionistici, conseguenti alla creazione di nuove riserve, possono essere fronteggiati con appropriate politiche correttive.

Fritz Machlup

APPENDICE STATISTICA

TABELLA A-I

RISERVE UFFICIALI, IMPORTAZIONI E RAPPORTI FRA RISERVE E IMPORTAZIONI
PER 14 PAESI INDUSTRIALI, 1949-1965
(in milioni di \$ U.S.A.)

Paese	1949			1950			1951		
	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %
Australia	1.123	1.590	70,6	1.492	1.620	92,1	1.134	2.420	46,9
Austria	92	592	15,5	91	477	19,1	106	653	16,2
Belgio-Lussemb.	978	1.803	54,2	849	1.942	43,7	1.110	2.535	43,8
Canada	1.107	2.884	41,5	1.845	3.128	59,0	1.901	4.106	46,3
Francia	580	3.291	17,6	791	3.030	26,1	616	4.457	13,8
Germania	196	n.d.	n.d.	190	2.697	7,0	455	3.491	13,0
Irlanda	342	481	71,1	391	446	87,7	331	573	57,8
Italia	n.d.	1.545	n.d.	602	1.488	40,5	774	2.167	35,7
Giappone	n.d.	905	n.d.	n.d.	974	n.d.	n.d.	1.995	n.d.
Olanda	434	1.844	23,5	548	2.056	26,7	554	2.553	21,7
Svezia	269	1.171	23,0	289	1.182	24,5	520	1.776	29,3
Svizzera	1.692	882	191,8	1.579	1.056	149,5	1.645	1.375	119,6
Regno Unito	1.752	8.522	20,6	3.443	7.358	46,8	2.374	10.955	21,7
Stati Uniti	26.024	7.544	345,0	24.265	9.631	251,9	24.299	11.922	203,8

TABELLA A-I

Paese	1952			1953			1954		
	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %
Australia	1.032	1.979	52,1	1.362	1.470	92,6	1.133	1.870	60,6
Austria	152	652	23,3	325	546	59,5	425	653	65,1
Belgio-Lussemb.	1.133	2.444	46,4	1.144	2.413	47,4	1.098	2.535	43,3
Canada	1.938	4.370	44,3	1.902	4.697	40,5	2.029	4.433	45,8
Francia	686	4.326	15,9	829	3.942	21,0	1.264	4.221	29,9
Germania	960	3.814	25,2	1.773	3.771	47,0	2.579	4.571	56,4
Irlanda	317	482	65,8	335	511	65,6	364	504	72,2
Italia	696	2.336	29,8	768	2.420	31,7	927	2.439	38,0
Giappone	1.101	2.028	54,3	892	2.410	37,0	930	2.399	38,8
Olanda	944	2.224	42,4	1.232	2.376	51,9	1.278	2.858	44,7
Svezia	504	1.730	29,1	558	1.579	35,3	543	1.776	30,6
Svizzera	1.667	1.208	138,0	1.768	1.176	150,3	1.837	1.300	141,3
Regno Unito	1.958	9.802	20,0	2.670	9.314	28,7	3.034	9.405	32,3
Stati Uniti	24.714	11.707	211,1	23.458	11.846	198,0	22.978	11.140	206,3

Segue TABELLA A-I

Paese	1955			1956			1957		
	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %
Australia	844	2.160	39,1	961	1.964	48,9	1.329	1.945	68,9
Austria	374	887	42,2	419	974	43,0	523	1.128	46,4
Belgio-Lussemb. .	1.203	2.830	42,5	1.219	3.288	37,1	1.148	3.444	33,3
Canada	1.985	5.020	39,5	2.035	6.110	33,3	1.926	6.188	31,1
Francia	1.975	4.739	41,7	1.311	5.558	23,6	645	6.175	10,5
Germania	3.018	5.793	52,1	4.202	6.617	63,5	5.197	7.542	68,9
Irlanda	331	582	56,9	283	512	55,3	296	516	57,4
Italia	1.167	2.711	43,0	1.236	3.174	38,9	1.354	3.674	36,9
Giappone	1.076	2.471	43,6	1.270	3.230	39,3	828	4.284	19,3
Olanda	1.292	3.209	40,3	1.107	3.725	29,7	1.009	4.106	24,6
Svezia	522	1.997	26,1	535	2.209	24,2	501	2.428	20,7
Svizzera	1.847	1.489	124,0	1.882	1.766	106,6	1.898	1.964	96,6
Regno Unito . . .	2.392	10.809	22,1	2.276	10.812	21,1	2.374	11.322	21,0
Stati Uniti	22.797	12.489	182,5	23.666	13.987	169,2	24.832	14.620	169,9

Segue TABELLA A-I

Paese	1958			1959			1960		
	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %
Australia	1.128	2.039	55,3	1.273	2.125	59,9	915	2.704	33,8
Austria	678	1.074	63,1	697	1.145	60,9	716	1.416	50,6
Belgio-Lussemb. .	1.553	3.129	49,6	1.306	3.442	37,9	1.506	3.969	37,9
Canada	2.038	5.638	36,1	2.029	6.242	32,5	1.989	6.150	32,3
Francia	1.050	5.609	18,7	1.736	5.088	34,1	2.272	6.281	36,2
Germania	5.879	7.576	77,6	4.790	8.482	56,5	7.032	10.107	69,6
Irlanda	305	557	54,8	325	595	54,6	324	633	51,2
Italia	2.184	3.216	67,9	3.056	3.369	90,7	3.251	4.725	68,8
Giappone	1.062	3.033	35,0	1.447	3.599	40,2	1.949	4.491	43,4
Olanda	1.539	3.625	42,5	1.442	3.940	36,6	1.863	4.531	41,1
Svezia	516	2.368	21,8	478	2.414	19,8	528	2.901	18,2
Svizzera	2.063	1.706	120,9	2.063	1.923	107,3	2.324	2.243	103,6
Regno Unito . . .	3.105	10.493	29,6	2.801	11.153	25,1	3.719	12.714	29,3
Stati Uniti	22.540	14.619	154,2	21.504	17.008	126,4	19.359	16.506	117,3

Segue TABELLA A-I

Paese	1961			1962			1963		
	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Imp.	Ris.	Ris./ Imp. %	Imp.	Ris.	Ris./ Imp. %
Australia	1.348	2.394	56,3	1.387	2.551	54,4	1.880	2.776	67,7
Austria	845	1.485	56,9	1.081	1.552	69,7	1.229	1.675	73,4
Belgio-Lussemb. .	1.813	4.223	42,9	1.753	4.569	38,4	1.940	5.112	38,0
Canada	2.276	6.196	36,7	2.547	6.367	40,0	2.603	6.618	39,3
Francia	3.799	6.679	56,9	4.049	7.517	53,9	4.908	8.727	56,2
Germania	7.163	10.948	65,4	6.956	12.289	56,6	7.650	13.022	58,8
Irlanda	343	732	46,9	359	766	46,9	406	858	47,3
Italia	3.799	5.223	72,7	3.818	6.075	62,9	3.406	7.590	44,9
Giappone	1.666	5.811	28,7	2.022	5.637	35,9	2.058	6.737	30,6
Olanda	1.958	5.089	38,5	1.946	5.347	36,4	2.101	5.966	35,2
Svezia	736	2.929	25,1	801	3.123	25,7	758	3.393	22,3
Svizzera	2.759	2.707	101,9	2.872	3.020	95,1	3.078	3.253	94,6
Regno Unito . . .	3.318	12.308	27,0	3.308	12.563	26,3	3.147	13.476	23,4
Stati Uniti	18.753	16.071	116,7	17.220	17.764	96,9	16.843	18.590	90,6

Segue TABELLA A-I

Paese	1964			1965		
	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %	Ris.	Imp.	Ris./ Imp. %
Australia	1.947	3.313	58,8	1.575	3.753	42,0
Austria	1.317	1.863	70,7	1.311	2.100	62,4
Belgio-Lussemb. .	2.192	5.901	37,2	2.304	6.326	34,8
Canada	2.881	7.556	38,1	3.027	8.715	34,7
Francia	5.724	10.070	56,8	6.343	10.341	61,3
Germania	7.882	14.618	53,9	7.429	17.482	42,5
Irlanda	446	974	45,8	410	1.041	39,4
Italia	3.823	7.321	52,2	4.415	7.347	60,1
Giappone	2.019	7.948	25,4	2.152	8.170	26,3
Olanda	2.349	7.055	33,3	2.416	7.463	32,4
Svezia	964	3.855	25,0	972	4.378	22,2
Svizzera	3.123	3.610	86,5	3.247	3.697	87,8
Regno Unito . . .	2.316	15.438	15,0	3.004	16.138	18,6
Stati Uniti	16.672	20.251	82,3	15.450	23.189	66,6

Note: Le riserve (consistenza alla fine di ciascun anno) e le importazioni (al loro valore c.i.f.) sono espresse in milioni di \$ U.S.A. Le lettere « n. d. » significano che i dati non sono disponibili.

Fonti: Per i valori dal 1949 al 1964 cfr. « International Financial Statistics », Supplemento 1965-66. Per i valori del 1965 v. « International Financial Statistics », maggio 1966.

LE TRE MAGGIORI PERDITE DI RISERVE UFFICIALI E RAPPORTI TRA PERDITE E RISERVE
IN 14 PAESI INDUSTRIALI TRA IL 1949 (3° TRIMESTRE) E DICEMBRE 1965

Paese	Ordine di perdita	Periodo		Riserve in milioni di \$ U.S.A.				% fra perdite e riserve		
		dal	al	Massima	Media	Perdita	al dic. 1965	Massima	Media	al dic. 1965
Australia	Perdita maggiore	2° Trim. 51	3° Trim. 52	1.747	793	954	1.575	59,9	112,4	60,6
	2ª perdita maggiore	1° » 54	1° » 56	1.375	751	624		45,4	83,2	39,6
	3ª » »	4° » 59	4° » 60	1.273	916	357		28,0	38,0	22,7
Austria	Perdita maggiore	3° Trim. 54	1° Trim. 56	453	362	91	1.311	20,1	25,1	6,9
	2ª perdita maggiore	3° » 59	1° » 61	754	675	79		10,5	11,7	6,0
	3ª » »	4° » 64	1° » 65	1.317	1.261	56		4,3	4,4	4,3
Belgio-Lussemburgo	Perdita maggiore	4° Trim. 58	3° Trim. 60	1.553	1.303	250	2.304	16,1	19,2	10,9
	2ª perdita maggiore	3° » 49	4° » 50	1.033	849	184		17,8	21,7	8,0
	3ª » »	2° » 52	2° » 53	1.232	1.078	154		12,5	14,3	6,7
Canada	Perdita maggiore	4° Trim. 61	2° Trim. 62	2.276	1.817	459	3.027	20,2	25,3	15,2
	2ª perdita maggiore	3° » 50	3° » 51	1.890	1.730	160		8,5	9,2	5,3
	3ª » »	4° » 52	2° » 53	1.946	1.839	107		5,5	5,8	3,5
Francia	Perdita maggiore	4° Trim. 55	4° Trim. 57	1.975	645	1.330	6.343	67,3	206,2	21,0
	2ª perdita maggiore	3° » 59	4° » 59	1.857	1.736	121		6,5	7,0	1,9
	3ª » »	1° » 53	3° » 53	866	777	29		3,6	3,7	0,5
Germania	Perdita maggiore	4° Trim. 58	3° Trim. 59	5.879	4.234	1.645	7.429	28,0	38,9	22,1
	2ª perdita maggiore	1° » 61	1° » 62	7.420	6.642	778		10,5	11,7	10,5
	3ª » »	4° » 64	4° » 65	7.882	7.429	453		5,8	6,1	6,1
Irlanda	Perdita maggiore	4° Trim. 50	2° Trim. 52	246	150	96	410	24,6	32,5	23,4
	2ª perdita maggiore	4° » 54	3° » 56	364	274	90		24,7	32,8	22,0
	3ª » »	1° » 65	2° » 65	451	400	51		11,3	12,8	12,4
Italia	Perdita maggiore	4° Trim. 62	1° Trim. 64	3.848	2.946	872	4.415	22,8	29,6	19,8
	2ª perdita maggiore	4° Trim. 58	3° 1.ª Qu. 57	2.522	1.666	456		24,5	27,4	21,4
	3ª » »	1° » 61	4° » 61	1.242	980	262		21,1	26,7	12,2
Giappone	Perdita maggiore	1° Trim. 56	3° Trim. 57	1.320	898	422	2.416	32,0	47,0	17,5
	2ª perdita maggiore	4° » 58	2° » 59	1.539	1.419	120		7,8	8,5	5,0
	3ª » »	2° » 62	4° » 62	2.023	1.946	77		3,8	4,0	3,2
Olanda	Perdita maggiore	3° Trim. 59	1° Trim. 60	533	456	77	972	14,4	16,9	7,9
	2ª perdita maggiore	3° » 54	2° » 55	561	492	69		12,3	14,0	7,1
	3ª » »	2° » 52	1° » 53	533	485	48		9,0	9,9	4,9
Svezia	Perdita maggiore	4° Trim. 63	1° Trim. 64	3.078	2.747	331	3.247	10,8	12,1	10,2
	2ª perdita maggiore	4° » 62	1° » 63	2.872	2.637	235		8,2	8,9	7,2
	3ª » »	3° » 58	1° » 59	2.065	1.877	188		9,1	10,0	5,8
Regno Unito	Perdita maggiore	2° Trim. 51	2° Trim. 52	3.906	1.797	2.109	3.004	54,0	117,4	70,2
	2ª perdita maggiore	2° » 54	3° » 57	3.289	1.889	1.400		42,6	74,1	46,6
	3ª » »	3° » 61	4° » 64	3.553	2.316	1.237		34,8	53,4	41,2
Stati Uniti	Perdita maggiore	4° Trim. 59	4° Trim. 64	21.504	15.450	6.054	15.450	28,1	39,2	39,2
	2ª perdita maggiore	3° » 49	2° » 51	26.273	23.389	2.884		11,0	12,4	18,7
	3ª » »	2° » 52	2° » 55	25.012	22.783	2.229		8,8	9,7	14,3

Note: Le riserve comprendono le disponibilità ufficiali di oro e valuta estera più la tranche-oro presso il FMI.

Le cifre di fine trimestre sono state usate per i valori massimi e per i valori medi delle riserve. Le perdite di riserva sono calcolate da un livello massimo al più vicino livello medio che non è seguito da un livello medio ancora più basso nell'anno. Per stabilire l'ordine di grandezza delle perdite di riserve, ci si è basati sui dati assoluti piuttosto che sulle percentuali di riduzione.

Quando un periodo di perdita figura con inizio nel terzo trimestre del 1949 (o con la cifra più lontana disponibile), esso in realtà potrebbe essere iniziato prima. Allo stesso modo, quando un periodo di perdita finisce con il quarto trimestre 1965, esso in realtà potrebbe essere continuato. (Queste avvertenze valgono, fra l'altro, per gli Stati Uniti.)

Fonti: Tutti i dati sono stati desunti o calcolati sulle cifre pubblicate in « International Financial Statistics » del FMI. Per le cifre di fine trimestre del periodo dal 1957 al 1965, cfr. « Supplemento 1965-66 » e i fascicoli di ottobre 1965 e maggio 1966 del citato bollettino mensile del FMI. Per epoche anteriori al 1957, le cifre di fine trimestre sono state calcolate con interpolazione lineare dei valori di fine anno rilevati nei vari fascicoli delle « I.F.S. » degli anni 1952-58.

Per i seguenti paesi le serie comparabili cominciano dopo il terzo trimestre 1949: Austria, 1° trimestre 1954; Francia e Germania, 4° trimestre 1952; Giappone, 3° trimestre 1951. Per il Giappone le cifre precedenti il terzo trimestre 1959 sono state aumentate di 70 milioni di dollari per renderle comparabili con le serie successive. (Ringrazio per l'aiuto il prof. Yasukichi Yasuba e Mr. R. J. Sweeney.)

TABELLA A-III

RISERVE UFFICIALI, CIRCOLAZIONE MONETARIA, MONETA PIU' QUASI MONETA,
E RISPETTIVI RAPPORTI PER 14 PAESI INDUSTRIALI, 1949-1965

Paese	1949				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	467,9 ^a	1.020 ^a	1.954 ^a	45,9	24,0
Austria	n.d.	11,01	n.d.	n.d.	n.d.
Belgio-Lussemb.	48,90	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Canada	1,32	3,96	8,05	33,4	16,4
Francia	2,03	27,12	27,5	7,5	7,4
Germania	0,82	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Irlanda	122,3 ^b	118,7 ^b	334,2 ^b	103,0	36,6
Italia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Giappone	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Olanda	1,65	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Svezia	1,40	6,40	22,58	21,9	6,2
Svizzera	7,28	11,10	23,02	65,6	31,6
Regno Unito	625,9 ^c	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Stati Uniti	26,0	109,9	144,8	23,7	18,0

Segue TABELLA A-III

Paese	1950				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	621,7 ^a	1.233 ^a	2.236 ^a	50,4	27,8
Austria	n.d.	12,76	n.d.	n.d.	n.d.
Belgio-Lussemb.	42,45	168,6	183,3	25,2	23,2
Canada	2,03	4,33	8,51	47,9	23,9
Francia	2,77	31,29	31,89	8,9	8,7
Germania	0,80	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Irlanda	139,6 ^b	122,5 ^b	342,5 ^b	114,0	40,8
Italia	376	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Giappone	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Olanda	2,80	6,85	7,76	40,9	36,1
Svezia	1,50	6,87	24,03	21,8	6,2
Svizzera	6,79	11,43	23,89	59,4	28,4
Regno Unito	1.230 ^c	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Stati Uniti	24,3	115,3	150,3	21,1	16,2

^a Milioni di sterline australiane. ^b Milioni di sterline irlandesi. ^c Milioni di sterline.

Segue TABELLA A-III

Paese	1951				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	493,0 ^a	1.434 ^a	2.521 ^a	34,4	19,6
Austria	n.d.	16,12	n.d.	n.d.	n.d.
Belgio-Lussemb.	55,5	168,6	186,2	32,9	20,8
Canada	1,90	4,38	8,68	43,4	21,9
Francia	2,16	36,95	37,75	5,9	5,7
Germania	1,91	19,2	27,3	10,0	7,0
Irlanda	118,2 ^b	131,6 ^b	360,2 ^b	89,8	32,8
Italia	483	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Giappone	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Olanda	2,11	7,02	8,34	30,1	25,3
Svezia	2,7	8,41	27,18	32,1	9,9
Svizzera	7,07	11,92	25,19	59,3	28,1
Regno Unito	848 ^c	8.213 ^c	n.d.	10,3	n.d.
Stati Uniti	24,3	122,8	159,4	19,8	15,3

Segue TABELLA A-III

Paese	1952				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	448,7 ^a	1.382 ^a	2.506 ^a	32,5	17,9
Austria	n.d.	17,14	n.d.	n.d.	n.d.
Belgio-Lussemb.	56,65	174,0	195,6	32,6	20,0
Canada	1,88	4,66	9,26	40,4	20,3
Francia	2,40	41,88	42,87	5,7	5,6
Germania	4,03	21,3	33,0	18,9	12,2
Irlanda	113,2 ^b	137,4 ^b	370,9 ^b	82,4	30,5
Italia	435	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Giappone	398	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Olanda	3,59	7,74	9,22	46,4	38,9
Svezia	2,62	8,58	28,12	30,5	9,3
Svizzera	7,17	12,31	26,65	58,3	26,9
Regno Unito	699 ^c	8.401 ^c	n.d.	8,3	n.d.
Stati Uniti	24,7	129,2	168,7	19,1	14,6

^a Milioni di sterline australiane. ^b Milioni di sterline irlandesi. ^c Milioni di sterline.

Segue TABELLA A-III

Paese	1953				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	592,2 ^a	1.553 ^a	2.759 ^a	38,1	21,5
Austria	14,25	19,52	27,33	73,4	52,3
Belgio-Lussemb.	57,20	180,3	202,5	31,7	28,3
Canada	1,85	4,56	9,32	40,6	19,9
Francia	2,90	46,58	47,94	6,2	6,1
Germania	7,45	23,4	39,9	31,8	18,7
Irlanda	119,6 ^b	145,2 ^b	395,4 ^b	82,4	30,3
Italia	480	3.817	5.596	12,6	8,6
Giappone	322	1.937	3.952	16,6	8,2
Olanda	4,68	8,27	9,75	57,1	48,0
Svezia	2,90	8,94	30,88	32,4	9,4
Svizzera	7,60	12,84	28,71	59,2	26,5
Regno Unito	954 ^c	8.755 ^c	n.d.	10,9	n.d.
Stati Uniti	23,5	130,8	173,1	18,0	13,6

Segue TABELLA A-III

Paese	1954				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	492,6 ^a	1.593 ^a	2.892 ^a	31,0	17,1
Austria	11,09	24,02	35,39	46,2	31,3
Belgio-Lussemb.	54,90	183,7	207,0	29,9	26,5
Canada	1,97	4,92	10,14	40,0	19,4
Francia	4,42	52,98	54,65	8,3	8,1
Germania	10,83	26,5	47,5	40,9	22,7
Irlanda	130,0 ^b	152,3 ^b	413,1 ^b	85,4	31,5
Italia	579	4.134	6.253	14,0	9,3
Giappone	336	2.013	4.556	16,7	7,4
Olanda	4,86	8,83	10,53	55,0	46,2
Svezia	2,82	9,07	32,68	31,1	8,6
Svizzera	7,90	13,2	30,05	59,9	26,3
Regno Unito	1.083 ^c	9.108 ^c	n.d.	11,9	n.d.
Stati Uniti	23,0	134,9	180,5	17,1	12,7

^a Milioni di sterline australiane. ^b Milioni di sterline irlandesi. ^c Milioni di sterline.

Segue TABELLA A-III

Paese	1955				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	367,0 ^a	1.630 ^a	2.963 ^a	22,5	12,4
Austria	9,76	23,83	38,07	41,0	25,6
Belgio-Lussemb.	60,15	192,6	218,5	31,2	27,5
Canada	1,97	5,25	10,88	37,5	18,1
Francia	6,91	59,69	61,69	11,6	11,2
Germania	12,68	29,2	54,5	43,4	23,3
Irlanda	118,2 ^b	154,7 ^b	419,4 ^b	76,4	28,2
Italia	729	4.519	7.014	16,1	10,4
Giappone	388	2.331	5.395	16,6	7,2
Olanda	4,91	9,58	11,48	51,7	42,8
Svezia	2,71	9,16	33,75	29,6	8,0
Svizzera	7,94	13,63	31,93	58,3	24,9
Regno Unito	854 ^c	8.838 ^c	n.d.	9,7	n.d.
Stati Uniti	22,8	138,0	185,0	16,5	12,3

Segue TABELLA A-III

Paese	1956				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	417,8 ^a	1.603 ^a	3.075 ^a	25,6	13,6
Austria	10,94	24,9	41,92	43,9	26,1
Belgio-Lussemb.	60,95	198,2	223,7	30,8	27,3
Canada	1,95	5,18	11,19	37,7	17,4
Francia	4,59	65,85	68,17	7,0	6,7
Germania	17,65	31,3	61,1	56,4	28,9
Irlanda	101,1 ^b	154,7 ^b	421,5 ^b	65,4	24,0
Italia	773	4.883	7.857	15,8	9,8
Giappone	458	2.714	6.551	17,9	7,0
Olanda	4,21	9,23	11,21	45,6	37,6
Svezia	2,78	9,81	35,87	28,3	7,8
Svizzera	8,09	14,61	34,06	55,4	23,8
Regno Unito	813 ^c	8.978 ^c	n.d.	9,1	n.d.
Stati Uniti	23,7	139,4	188,6	17,0	12,6

^a Milioni di sterline australiane. ^b Milioni di sterline irlandesi. ^c Milioni di sterline.

Segue TABELLA A-III

Paese	1957				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	577,8 ^a	1.710 ^a	3.267 ^a	33,8	17,7
Austria	13,65	26,55	48,44	51,5	28,2
Belgio-Lussemb.	57,40	198,0	224,7	29,0	25,5
Canada	1,91	5,39	11,50	35,5	16,6
Francia	2,71	71,37	75,35	3,8	3,6
Germania	21,83	35,1	72,1	62,2	30,3
Irlanda	105,7 ^b	165,5 ^b	441,4 ^b	63,9	23,8
Italia	846	5.131	8.588	16,5	9,9
Giappone	298	2.824	7.591	10,5	3,9
Olanda	3,83	9,06	11,43	42,3	33,5
Svezia	2,60	10,05	38,67	25,9	6,7
Svizzera	8,16	15,00	36,42	54,4	22,4
Regno Unito	848 ^c	9.266 ^c	n.d.	9,2	n.d.
Stati Uniti	24,8	138,2	192,9	18,0	12,9

Segue TABELLA A-III

Paese	1958				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	490,4 ^a	1.668 ^a	3.315 ^a	29,4	14,8
Austria	17,63	29,44	57,88	59,9	30,5
Belgio-Lussemb.	77,65	209,5	240,1	37,1	32,3
Canada	1,96	6,08	12,92	32,3	15,2
Francia	5,15	75,73	80,24	6,8	6,4
Germania	24,69	39,7	83,4	62,2	29,6
Irlanda	108,9 ^b	164,7 ^b	450,7 ^b	66,1	24,2
Italia	1.363	5.681	10.017	24,0	13,6
Giappone	382	3.185	9.055	12,0	4,2
Olanda	5,85	10,14	13,00	57,7	45,0
Svezia	2,68	10,20	41,93	26,3	6,4
Svizzera	8,87	16,66	39,95	53,2	22,2
Regno Unito	1.109 ^c	9.593 ^c	n.d.	11,6	n.d.
Stati Uniti	22,5	143,9	205,6	15,6	10,9

^a Milioni di sterline australiane.^b Milioni di sterline irlandesi.^c Milioni di sterline.

Segue TABELLA A-III

Paese	1959				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	553,5 ^a	1.788 ^a	3.574 ^a	31,0	15,5
Austria	18,12	32,4	67,22	55,9	27,0
Belgio-Lussemb.	65,30	216,3	252,7	30,2	25,8
Canada	1,93	5,89	12,79	32,8	15,1
Francia	8,51	83,92	90,20	10,1	9,4
Germania	20,12	44,4	97,0	45,3	20,7
Irlanda	116,1 ^b	170,7 ^b	467,6 ^b	68,0	24,8
Italia	1.898	6.481	11.311	29,3	16,8
Giappone	519	3.711	10.947	14,0	4,7
Olanda	5,48	10,59	14,2	51,7	38,6
Svezia	2,49	11,88	46,98	21,0	5,3
Svizzera	8,87	17,46	42,45	50,8	20,9
Regno Unito	1.000 ^c	10.138 ^c	n.d.	9,9	n.d.
Stati Uniti	21,5	144,3	208,7	14,9	10,3

Segue TABELLA A-III

Paese	1960				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	397,8 ^a	1.775 ^a	3.700 ^a	22,4	10,8
Austria	18,62	34,12	74,92	54,6	24,9
Belgio-Lussemb.	75,30	220,6	262,7	34,1	28,7
Canada	1,99	6,19	13,41	32,2	14,8
Francia	11,13	95,79	104,80	11,6	10,6
Germania	29,54	47,4	107,8	62,3	27,4
Irlanda	115,7 ^b	182,3 ^b	493,7 ^b	63,5	23,4
Italia	2.019	7.367	12.898	27,4	15,7
Giappone	698	4.420	13.357	15,8	5,2
Olanda	7,08	11,31	15,76	62,6	44,9
Svezia	2,75	12,39	48,75	22,2	5,6
Svizzera	9,99	19,26	47,47	51,9	21,0
Regno Unito	1.328 ^c	10.376 ^c	n.d.	12,8	n.d.
Stati Uniti	19,4	143,5	213,4	13,5	9,1

^a Milioni di sterline australiane.^b Milioni di sterline irlandesi.^c Milioni di sterline.

Segue TABELLA A-III

Paese	1961				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	586,1 ^a	1.728 ^a	3.876 ^a	33,9	15,1
Austria	21,97	36,96	83,28	59,5	26,4
Belgio-Lussemb.	90,65	237,4	289,0	38,2	31,4
Canada	2,28	6,96	14,58	32,8	15,6
Francia	18,62	110,63	122,33	16,8	15,2
Germania	28,65	54,4	121,7	52,7	23,5
Irlanda	122,5 ^b	193,6 ^b	526,5 ^b	63,3	23,3
Italia	2.359	8.523	15.011	27,7	15,7
Giappone	603	5.258	16.353	11,5	3,7
Olanda	7,05	12,18	16,75	57,9	42,1
Svezia	3,83	13,57	51,52	28,2	7,4
Svizzera	11,86	22,18	53,92	53,5	22,0
Regno Unito	1.185 ^c	10.705 ^c	n.d.	11,1	n.d.
Stati Uniti	18,8	148,7	227,6	12,6	8,3

Segue TABELLA A-III

Paese	1962				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	603,0 ^a	1.762 ^a	4.183 ^a	34,2	14,4
Austria	28,12	40,76	94,37	69,0	29,8
Belgio-Lussemb.	87,65	254,5	310,4	34,4	28,2
Canada	2,80	7,19	15,12	38,9	18,5
Francia	19,84	130,70	144,58	15,2	13,7
Germania	27,82	58,0	134,6	48,0	20,7
Irlanda	128,2 ^b	209,0 ^b	564,8 ^b	61,3	22,7
Italia	2.371	10.105	17.723	23,5	13,4
Giappone	724	6.157	19.517	11,8	3,7
Olanda	7,01	13,10	18,28	53,5	38,3
Svezia	4,17	14,78	56,46	28,2	7,4
Svizzera	12,35	24,66	60,08	50,1	20,6
Regno Unito	1.181 ^c	11.172 ^c	n.d.	10,6	n.d.
Stati Uniti	17,2	151,6	245,6	11,3	7,0

^a Milioni di sterline australiane. ^b Milioni di sterline irlandesi. ^c Milioni di sterline.

Segue TABELLA A-III

Paese	1963				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	817,4 ^a	1.891 ^a	4.621 ^a	43,2	17,7
Austria	31,95	44,28	194,89	72,2	30,5
Belgio-Lussemb.	97,00	279,0	343,1	34,8	28,3
Canada	2,86	7,71	16,15	37,1	17,7
Francia	24,05	149,76	164,33	16,1	14,6
Germania	30,6	62,2	150,8	49,2	20,3
Irlanda	145,0 ^b	230,8 ^b	592,3 ^b	62,8	24,5
Italia	2.119	11.507	20.156	18,4	10,5
Giappone	745	8.235	24.479	9,1	3,0
Olanda	7,56	14,31	20,03	52,9	37,7
Svezia	3,94	16,01	61,00	24,6	6,5
Svizzera	13,24	26,46	66,42	50,0	19,9
Regno Unito	1.124 ^c	11.210 ^c	n.d.	10,0	n.d.
Stati Uniti	16,8	157,7	264,8	10,7	6,3

Segue TABELLA A-III

Paese	1964				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	846,5 ^a	1.995 ^a	5.156 ^a	42,4	16,4
Austria	34,24	47,36	118,39	72,3	28,9
Belgio-Lussemb.	109,60	298,7	368,9	36,7	29,7
Canada	3,17	8,42	17,36	37,7	18,3
Francia	28,05	161,97	179,15	17,3	15,7
Germania	31,53	67,6	170,1	46,7	18,5
Irlanda	159,3 ^b	247,6 ^b	630,7 ^b	64,3	25,3
Italia	2.389	12.415	21.936	19,2	10,9
Giappone	723	9.412	28.428	7,7	2,4
Olanda	8,46	15,46	21,96	54,7	38,5
Svezia	5,01	17,34	66,16	28,9	7,6
Svizzera	13,43	28,18	72,44	47,7	18,5
Regno Unito	827 ^c	11.795 ^c	n.d.	7,0	n.d.
Stati Uniti	16,7	164,2	283,9	10,2	5,9

^a Milioni di sterline australiane. ^b Milioni di sterline irlandesi. ^c Milioni di sterline.

Paese	1965				
	In miliardi di moneta nazionale			Percentuali	
	Riserve	Moneta	M+QM	Ris./M	Ris./M+QM
Australia	684,8 d	3,908 d	10.846 d	36,0	13,0
Austria	34,09	51,55	123,3	66,1	27,7
Belgio-Lussemb. .	115,2	320,0	401,8	36,0	28,7
Canada	3,33	9,62	19,31	34,6	17,2
Francia	31,08	176,82	197,0	17,6	15,8
Germania	29,72	72,7	192,5	40,9	15,4
Irlanda	146,4 b	256,1 b	655,9 b	57,2	22,3
Italia	2.746	14.286	25.296	19,2	10,9
Giappone	775	10.455	31.359	7,4	2,5
Olanda	8,70	17,16	24,30	50,7	35,8
Svezia	5,05	18,02	68,48	28,0	7,4
Svizzera	13,96	29,27	78,26	46,6	17,8
Regno Unito . . .	1.073 °	12.704 °	n.d.	8,5	n.d.
Stati Uniti	15,5	171,3	311,1	9,1	5,0

b Milioni di sterline irlandesi. ° Milioni di sterline. d Milioni di dollari australiani (1965).

Note: Le riserve, definite come nella Tabella A-II, sono indicate in valuta nazionale ai tassi ufficiali di cambio di ciascun periodo preso in considerazione. Quando certi valori sono privi di significato, sono considerati non disponibili (n.d.).

Solo per Australia, Irlanda e Regno Unito gli importi sono espressi in milioni di valuta nazionale, anziché in miliardi.

La « quasi moneta » (QM) comprende:

- Australia: depositi vincolati a tempo e a risparmio delle banche e delle casse di risparmio;
- Austria: depositi vincolati a tempo e a risparmio delle banche ordinarie;
- Belgio-Lussemburgo: depositi vincolati a tempo e in valuta estera delle banche ordinarie, più le passività « quasi monetarie » della banca centrale;
- Canada, Francia e Germania: depositi vincolati a tempo delle banche ordinarie;
- Irlanda: depositi vincolati a tempo delle banche commerciali, e depositi postali e delle « Trustee Savings Bank »;
- Italia: depositi vincolati a tempo e in valuta estera delle banche commerciali e delle casse di risparmio;
- Giappone: depositi vincolati a tempo delle banche commerciali e del sistema di risparmio postale;
- Olanda: depositi vincolati a tempo, depositi a risparmio e in valuta estera;
- Svezia: depositi vincolati a tempo e a risparmio delle banche commerciali e depositi a risparmio delle casse di risparmio;
- Svizzera: depositi vincolati a tempo, depositi a risparmio e « obbligazioni » delle « grandi » banche, delle banche cantonali locali e delle casse di risparmio;
- Regno Unito: nulla;
- Stati Uniti: depositi vincolati a tempo delle banche commerciali.

Fonti: Per il periodo 1949-1964 cfr. « International Financial Statistics », Supplemento 1965-66; per il 1965 cfr. i numeri di maggio e giugno 1966 delle « I.F.S. ». (Sono grato a Mr. R. J. Sweeney per la collaborazione statistica.)