

## Il rapporto fra riserve ufficiali e offerta di moneta (\*)

1. - Il rapporto fra riserve ufficiali e offerta di moneta viene considerato come indicatore dell'adeguatezza delle riserve da Tibor Scitovsky (1), il quale ritiene che il valore (minimo) di sicurezza del rapporto sia pari, in sostanza, a quello della propensione marginale del pubblico a disfarsi di riserve liquide sull'interno mediante eccesso di spesa all'estero. Nello schema elaborato da Scitovsky, tale propensione marginale dipende essenzialmente dalla propensione al consumo e da quella ad importare della collettività (2).

L'idea centrale da cui prende l'avvio l'analisi dello Scitovsky, è che la collettività nel suo insieme può ridurre le proprie « cash balances », spendendo ricchezza finanziaria accumulata, solo attraverso un deficit di bilancia dei pagamenti. Nell'ipotesi in cui il sistema economico, che fa capo alla collettività considerata, si affidi esclusivamente

---

(\*) Nella stesura di questo lavoro l'autore ha usufruito dei commenti e di alcuni suggerimenti del dr. Carlo Santini. La responsabilità per eventuali errori impegna solo l'autore.

(1) Si veda: *Economic Theory and Western European Integration*, pp. 101-109. Inoltre W. S. Salant afferma che « one variable that has been ignored or discounted in recent approaches to measuring needed reserves is their relationship to national money supplies. The general failure to consider it seriously is anomalous... » (cfr. *Practical Techniques for Assessing the Need for World Reserves*, in: *International Reserves: Needs and Availability*, a cura del Fondo monetario internazionale, Washington, 1970, p. 292).

(2) Come si dirà in seguito, la grandezza a cui arriva Scitovsky può essere ritenuta poco soddisfacente come pietra di paragone con cui raffrontare il valore effettivo del rapporto fra riserve e offerta di moneta. Va anche osservato che alcune quantità economiche sono considerate in modo almeno apparentemente improprio dallo Scitovsky, nello sviluppo del suo schema teorico. L'autore identifica la riduzione di liquidità della collettività, e la corrispondente perdita di riserve ufficiali, che si verificano in presenza di un deficit, con la differenza fra la variazione delle esportazioni e la variazione delle importazioni, intervenute in un certo periodo (cfr. *op. cit.*, p. 105). Tale eguaglianza si verifica solo se prima dell'insorgere del deficit la bilancia mercantile era in pareggio, altrimenti è la differenza fra i totali dei due flussi del commercio estero a determinare la riduzione di liquidità interna e di riserve ufficiali.

a meccanismi automatici di riequilibrio della bilancia dei pagamenti, è necessario che le riserve valutarie siano mantenute in un certo rapporto con la quantità di liquidità interna. Più precisamente, le riserve valutarie dovrebbero rappresentare una frazione dell'offerta di moneta, tale da permettere di far fronte ad una situazione in cui ciascun individuo componente la collettività decida di spendere in eccesso delle proprie entrate correnti (3).

Questa impostazione del problema non implica, come può sembrare, che riserve e offerta di moneta debbano essere nel rapporto di 1:1. La domanda addizionale generata da una riduzione di « cash balances » del pubblico si indirizza al settore estero solo in parte: l'entità del fenomeno dipenderà dalla propensione marginale a spendere all'estero, a cui si è accennato in precedenza.

L'analisi dello Scitovsky è, per molti aspetti, parallela ad alcune osservazioni di H. G. Johnson sulla natura dei problemi connessi a situazioni deficitarie della bilancia dei pagamenti (4). Secondo Johnson, le difficoltà nascenti da deficit di bilancia dei pagamenti sono fenomeni di carattere essenzialmente monetario, « riconducibili a una delle due cause: un rapporto fra riserve internazionali e offerta di moneta interna troppo basso...; o il perseguimento di politiche governative che obbligano le autorità monetarie ad alimentare il deficit mediante creazione di credito » (5).

Nel primo caso, le autorità monetarie sono costrette ad intervenire accelerando il processo di aggiustamento dei conti con l'estero, non potendo attendere che la riduzione dei fondi liquidi in mano al pubblico eserciti i suoi effetti correttivi attraverso il rialzo dei saggi

(3) «... The community's ability to indulge in deficit spending is not necessarily equal to the sum of its individual members' abilities to do so... only by rendering the... two quantities equal can the efforts of persons and firms to remain solvent be harnessed to the task of avoiding the balance-of-payments difficulties of the community as a whole » (T. SCITOVSKY, *op. cit.*, p. 102).

(4) H. G. JOHNSON, *Towards a General Theory of the Balance of Payments*, riprodotto in: AEA, *Readings in International Economics*, pp. 374-388.

(5) A questo proposito l'autore osserva che: « To conclude that balance-of-payments problems are essentially monetary is not, of course, to assert that they are attributable to monetary mismanagement—they may be, or they may be the result of "real" forces in the face of which the monetary authorities play a passive role. The conclusion does mean, however, that the distinctions which have sometimes been drawn between monetary and real disequilibria, for example by concepts of "structural disequilibrium", are not logically valid—though such concepts, carefully used, may be helpful in isolating the initiating causes of disequilibrium or the most appropriate type of remedial policy to follow » (*op. cit.*, p. 378).

d'interesse e la riduzione della spesa aggregata: le riserve si esaurirebbero prima che tale azione correttiva « automatica » cominci a dare risultati apprezzabili.

La seconda causa opera eliminando le premesse per il funzionamento del processo « automatico » di correzione cui si è fatto cenno; il deficit potrebbe continuare indefinitamente, e giungerà il momento in cui, anche se le riserve erano inizialmente adeguate, si profilerà una crisi valutaria che costringerà le autorità monetarie ad intervenire.

In entrambi i casi, afferma Johnson, il problema è fondamentalmente associato al potere dei sistemi bancari nazionali di creare moneta che non ha alcun « internationally acceptable backing ». A suo avviso, infine, il principale argomento a sostegno della necessità di incrementare le riserve internazionali fa capo a considerazioni di « welfare »: « quanto maggiori sono le riserve internazionali rispetto all'offerta di moneta nazionale, tanto minore è la probabilità che le decisioni degli individui di liberarsi di risorse liquide per acquistare beni reali o titoli, con lo scopo di rendere massimi l'utilità o il profitto, debbano essere frustrate dalle autorità monetarie per timore di crisi di bilancia dei pagamenti » (6).

2. - I due lavori accennati costituiscono la base teorica da cui si dovrebbe muovere per esaminare l'andamento temporale del rapporto tra riserve e offerta di moneta, con lo scopo di trarre qualche conclusione sull'adeguatezza delle prime. A questo proposito, occorre ricercare i criteri di giudizio che vengono offerti dall'uno e dall'altro lavoro, in relazione alle serie storiche di cui si è in possesso.

L'analisi di Scitovsky suggerisce, come si è visto, un preciso parametro con cui confrontare il valore effettivo del rapporto allo studio. Se si seguisse questa linea, la questione principale da risolvere sarebbe quella della misurazione di tale parametro. E' molto probabile che, qualsiasi risultato si raggiungesse, esso sarebbe di dubbia validità, data l'impossibilità di riassumere in una cifra tutti i fattori che determinano mutamenti nel comportamento del sistema economico.

Tra l'altro, Scitovsky parte dall'ipotesi che la propensione al consumo e ad importare della collettività siano costanti, e determinino quindi in proporzione fissa nel tempo la ripartizione della

(6) H. G. JOHNSON, *op. cit.*, p. 377.

spesa aggiuntiva tra settore estero e settore interno. Come l'autore stesso riconosce, ciò pone un limite alla sua analisi, visto che si possono avere variazioni di quelle grandezze, siano esse autonome o indotte da mutamenti di politica economica. Di conseguenza, le due propensioni non costituiscono tanto dei parametri con cui costruire un indice per il confronto immediato con il rapporto tra riserve e offerta di moneta, ma piuttosto delle variabili che concorrono, assieme alle circostanze di seguito delineate, a determinare il senso da attribuire in un certo istante al rapporto suddetto.

La grandezza del rapporto in esame assume significati diversi secondo che si verifichi o meno un'altra delle ipotesi da cui parte Scitovsky e che informa anche l'analisi di Johnson: cioè, che il sistema economico si affidi ad un meccanismo automatico di aggiustamento o, comunque, che tale meccanismo sia effettivamente in grado di funzionare. Qualora, ad esempio, le autorità monetarie siano pronte a reagire ad un deficit con misure restrittive, un certo valore del rapporto ha un determinato significato in termini di adeguatezza delle riserve. Se le autorità monetarie, invece, non ritengono di dover intervenire, tale significato si modifica in dipendenza della durata presumibile del deficit e del modo in cui verrà finanziato.

Di conseguenza, l'interpretazione del rapporto presuppone la conoscenza « ex-ante » del tipo di reazione delle autorità monetarie e della natura del deficit in via di formazione (7). Sotto questo profilo, l'esame di serie storiche del rapporto fra riserve e offerta di moneta potrebbe essere tutt'altro che fruttifero, qualora si volesse tentare di stabilire se le riserve erano inadeguate o meno in un certo momento del passato. Al massimo, in presenza di un trend ben definito del rapporto, si potrebbe concludere che le riserve stanno diventando scarse (o abbondanti); ma tale conclusione richiederebbe il verificarsi della condizione « ceteris paribus ».

Infatti, il raffronto di tale rapporto al tempo  $t$  con quello al tempo  $t-1$  può benissimo non essere legittimo: i due termini potrebbero essere non omogenei, in quanto dal tempo  $t-1$  al periodo successivo potrebbe essere mutato, assieme al valore del rapporto, il complesso di circostanze che determinavano il significato da attribuire a quel valore (tipo di politica economica perseguita

(7) Queste osservazioni si ispirano al citato articolo di Johnson e alla distinzione da lui fatta tra « stock deficit » e « flow deficit » (si veda *op. cit.*, p. 379 e segg.).

dalle autorità monetarie, esistenza o meno di strutture protezionistiche, esistenza o meno di accordi reciproci di credito internazionali e variazioni del loro ammontare, e così via). Analoghe considerazioni valgono per confronti tra i valori che il rapporto assume in paesi diversi.

In base alle osservazioni che precedono, si potrebbe non approvare il metodo di un'analisi del Machlup, condotta operando la semplice e diretta comparazione tra i valori assunti dal rapporto in tempi e paesi diversi (8). L'autore conclude la propria indagine affermando che è necessario respingere ogni teoria che sostenga l'esistenza di un rapporto minimo necessario o desiderato tra riserve e quantità di moneta, poiché i valori di tale rapporto mostrano una grande variabilità, sia nel tempo, sia da paese a paese. Le cause di questa variabilità non vengono però approfondite.

L'andamento del rapporto va forse analizzato rispetto a parametri caratterizzanti la struttura delle diverse economie. Ovviamente, il problema è quello di identificare un andamento « mediamente » stabile del rapporto stesso rispetto ai caratteri strutturali prescelti. L'analisi che segue tenta di porsi su questa strada, partendo dalla classificazione di un certo numero di paesi rispetto all'ampiezza del loro settore estero.

3. - L'indagine condotta riguarda 14 paesi, scelti fra quelli inclusi dal Fondo monetario internazionale nel gruppo dei paesi « industriali » e « sviluppati ». Restano esclusi, tra gli altri, gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Svezia. Essendo i primi due paesi a moneta di riserva, la loro inclusione non avrebbe favorito il tentativo di effettuare osservazioni il più possibile omogenee, cioè relative a paesi per i quali il problema della adeguatezza delle riserve presenta aspetti più o meno analoghi. La Svezia è stata esclusa per necessità, mancando i dati con cui costruire il rapporto fra riserve e offerta di moneta  $\left(\frac{R}{MO}\right)$ .

Quest'ultimo è stato calcolato, per ciascun anno del periodo in osservazione (1958-1969), come media dei valori trimestrali del rapporto tra riserve (valute convertibili, oro, posizione di riserva sul

(8) F. MACHLUP, *Il bisogno di riserve monetarie*, in questa Rivista, marzo 1967.

Paesi	Valore medio riserve offerta di moneta (1958-1969) (1)	« Rank »	Scarto quadratico medio (2)	Coefficiente di variazione (3) : (1)	« Rank »	Variazione intorno al trend (b) (4)	« Rank »	Valore medio esport.+ import. FNL (1958-1969) (5)	« Rank »	Coefficienti di « rank correlation »		
										Tutti i paesi (1) e (5)	Coefficienti di Spearman (1) e (5)	Coefficienti di Kendall (1) e (5)
Australia . . .	13,48	(8)	2,5116	0,1863	(9)	0,1385	(7)	0,2821	(11)	Tutti i paesi (1) e (5)	+0,437 (*)	+0,384 (**)
Austria . . .	25,73	(3)	2,9261	0,1137	(13)	0,0896	(11)	0,3936	(6)	(1) e (5)	+0,564 (**)	-0,43 (**)
Belgio (a) . . .	27,59	(2)	2,5197	0,0913	(14)	0,0755	(13)	0,7001	(2)	(3) e (5)	-0,565 (**)	-0,41 (**)
Canada . . .	15,47	(7)	2,2302	0,1442	(11)	0,0968	(10)	0,3285	(9)	(4) e (5)	-0,495 (*)	-0,41 (**)
Danimarca . . .	9,22	(13)	1,8533	0,2011	(8)	0,2188	(3)	0,5997	(4)	Paesi industriali (c)	+0,564 (**)	+0,51 (**)
Finlandia . . .	10,50	(12)	3,1150	0,2967	(1)	0,1809	(5)	0,3900	(7)	(1) e (5)	-0,770 (**)	-0,60 (**)
Francia . . .	12,35	(10)	3,4384	0,2784	(2)	0,2942	(1)	0,2089	(13)	(3) e (5)	-0,794 (**)	-0,73 (***)
Germania . . .	19,48	(4)	5,1049	0,2620	(5)	0,1101	(9)	0,3084	(10)	(4) e (5)		
Giappone . . .	3,42	(14)	0,9299	0,2722	(3)	0,1524	(6)	0,1894	(14)			
Italia . . .	12,38	(9)	2,6401	0,2133	(7)	0,1255	(8)	0,2502	(12)			
Norvegia . . .	11,47	(11)	1,4522	0,1267	(12)	0,0877	(12)	0,5155	(3)			
Nuova Zel. (a) . . .	15,48	(6)	4,2082	0,2719	(4)	0,2187	(4)	0,4127	(5)			
Olanda . . .	35,89	(1)	5,4445	0,1517	(10)	0,0667	(14)	0,7307	(1)			
Sud Africa . . .	19,04	(5)	4,8126	0,2527	(6)	0,2512	(2)	0,3574	(8)			

(a) I valori di (5) sono stati calcolati con dati relativi al periodo 1958-68.

(b) (Standard Error): (1).

(c) Vi sono compresi i paesi in corsivo.

(\*) Non significativo al livello del 5%.

(\*\*) Significativo al livello del 5%.

(\*\*\*) Significativo al livello dell'1%.

Fondo) e massa monetaria (« Money » più « Quasi Money ») (9). Per ciascun paese è stato rilevato il « trend » e la variabilità del rapporto, sia intorno al « trend » stesso, sia intorno al valore medio del periodo (cfr. tavola 1 e grafici in appendice) (10).

L'ampiezza del settore estero è stata stabilita in base al valore medio del rapporto (importazioni + esportazioni): (PNL), calcolato anch'esso per il periodo 1958-1969 (1958-1968 nel caso del Belgio e della Nuova Zelanda, non essendo disponibili i dati relativi al PNL per il 1969; cfr. tav. 1) (11).

4 - Usando la tecnica dell'analisi di « rank correlation » (12), si è potuto stabilire che esistono, sia pure in maniera non perfetta, i seguenti tipi di associazione tra ampiezza del settore estero, da una parte, e grandezza e variabilità del rapporto  $\frac{R}{MO}$  dall'altra:

a) all'aumentare dell'ampiezza del settore estero, aumenta il valore medio di  $\frac{R}{MO}$ ; questa relazione è, peraltro, non molto forte per i 14 paesi presi nel loro insieme, ma è abbastanza significativa per i paesi « industriali » del gruppo;

b) all'aumentare dell'ampiezza del settore estero diminuisce la variabilità del rapporto  $\frac{R}{MO}$ , sia rispetto alla media, sia rispetto al « trend » del periodo; questo secondo tipo di associazione sem-

(9) I dati relativi sono stati tratti da: IMF, « International Financial Statistics », voll. dicembre 1970 e 1967, e da: IMF, « International Financial Statistics », Supplemento 1967-68.

(10) Il « trend » è di tipo lineare, benché in alcuni casi curve di tipo esponenziale sarebbero state più rappresentative (si veda, in particolare, l'andamento del rapporto per Francia e Olanda). In appendice vengono riportati solo i grafici che si riferiscono ai paesi industriali. Quanto agli altri paesi, il « trend » è crescente per il Sud Africa, decrescente per Nuova Zelanda, Finlandia e Australia.

(11) Per la logica su cui si basa tale misura dell'importanza del settore estero, si vedano: S. KUZNETS, *Quantitative Aspects of the Economic Growth of Nations: IX - Level and Structure of Foreign Trade*, in *Economic Development and Cultural Change*, University of Chicago Press, 1964; e M. v. N. WHITMAN, *Economic Openness and International Financial Flows*, in « Journal of Money, Credit and Banking », novembre 1969.

(12) Per il valore dei relativi coefficienti si veda la tavola 1. Il grado di significatività per i due tipi di coefficienti presentati (Spearman e Kendall) è stato determinato in base a dati pubblicati in: T. YAMANE, *Statistics*, tav. 15,2 p. 438; e M. G. KENDALL, *Rank Correlation Methods*, appendice, tavv. 1 e 3.

bra essere più forte del precedente, specie se si tiene conto dei soli paesi « industriali ».

In prima approssimazione, i due tipi di associazione potrebbero essere attribuiti ad uno specifico comportamento delle autorità monetarie, che si orienterebbero verso il mantenimento di un rapporto  $\frac{R}{MO}$  tanto più elevato e stabile quanto maggiore è l'importanza del settore estero dell'economia. L'azione svolta in tal senso potrebbe essere dettata da motivi precauzionali, giustificati dal fatto che all'aumentare dell'ampiezza del settore estero, aumentano le probabilità che variazioni di politica economica, e/o di parametri non direttamente controllati dalle autorità monetarie, si riflettano con forza e immediatezza sulla bilancia dei pagamenti. In effetti, ad esempio, è stato mostrato che pressioni inflazionistiche (e deflazionistiche) tendono a ripercuotersi sulla bilancia dei pagamenti tanto più direttamente quanto maggiore è il grado di « apertura » dell'economia (13).

(13) Cfr. M. v. N. WHITMAN, *op. cit.*, p. 741 e segg. (lo studio della Whitman riguarda 14 paesi « industriali », di cui 10 sono oggetto anche di questa indagine).

Si noterà che questa interpretazione delle associazioni fra  $\frac{R}{MO}$  e grado di apertura dell'economia suggerisce l'esistenza di una relazione diretta fra fabbisogno di riserve e importanza del settore estero. Viceversa, McKinnon e Oates ritengono che il volume di riserve necessario ad un paese non sia in alcuna relazione o sia addirittura negativamente correlato con l'ampiezza del settore estero (cfr. R. I. MCKINNON e W. E. OATES, *The Implications of International Economic Integration for Monetary, Fiscal and Exchange-Rate Policy*, Princeton Studies in International Finance n. 16, Princeton University, 1966, pp. 10-12).

Approfondire le cause della divergenza di questi due punti di vista va oltre i limiti del presente lavoro. Tuttavia, si può brevemente osservare che entrambi si ispirano a considerazioni che hanno la stessa matrice. Infatti, McKinnon e Oates basano le proprie conclusioni sul fatto che un processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti, che operi esclusivamente attraverso variazioni del livello del reddito, è probabilmente tanto più rapido quanto maggiore è l'apertura del sistema economico. Ciò significa, in sostanza, come è ampiamente illustrato dai due autori, che in un'economia sufficientemente aperta, bastano variazioni del livello del reddito relativamente piccole per reagire con successo a disturbi esogeni dei flussi commerciali con l'estero. Il ragionamento di McKinnon e Oates implica altresì che quanto maggiore è l'importanza del settore estero, tanto maggiori tendono ad essere gli effetti di cambiamenti della domanda e dell'offerta globale interne sulla bilancia dei pagamenti. Il punto di vista qui espresso tiene conto proprio di questo: disturbi della bilancia dei pagamenti di origine endogena, cioè derivanti dall'interno dell'economia, sono probabilmente tanto più gravi quanto maggiore è l'apertura dell'economia stessa. Da qui deriverebbe l'esigenza di tenere più riserve a scopo precauzionale.

In ultima analisi, dovrebbe essere possibile concludere che si può giudicare valido l'uno o l'altro dei due punti di vista in discorso, secondo che il vantaggio derivante da un

In seconda approssimazione, il particolare andamento di  $\frac{R}{MO}$  rispetto all'ampiezza del settore estero potrebbe trovare la seguente spiegazione: per i paesi il cui settore estero assume singolare preminenza, il saldo della bilancia dei pagamenti, cioè la variazione delle riserve, è uno dei fattori di maggiore importanza nel determinare le variazioni della liquidità interna; questa importanza, ovviamente, aumenta di peso all'aumentare del grado di « apertura » dell'economia.

Comunque, è necessario notare che il « trend » del rapporto — decrescente nella maggioranza dei casi — sembra suggerire una diminuzione del rilievo del settore estero come fonte esogena di liquidità. Questo particolare andamento temporale di  $\frac{R}{MO}$  potrebbe essere un indizio di pressioni inflazionistiche o, in ogni caso, di aumenti della liquidità interna, la cui origine dovrebbe ricercarsi prevalentemente in fattori diversi dall'andamento dei conti con l'estero, specialmente per quanto riguarda gli ultimi anni del periodo sotto esame (14). La fondatezza di questo indizio dovrebbe, però, essere verificata mediante l'analisi della parte svolta in ciascun paese dalla posizione sull'estero del sistema bancario.

5. - La prima interpretazione delle relazioni tra apertura dell'economia e andamento di  $\frac{R}{MO}$ , cioè l'attribuzione di esse ad uno specifico comportamento « precauzionale » delle autorità monetarie, è ovviamente quella che meglio si presta a sostenere la logicità dell'uso del rapporto  $\frac{R}{MO}$  come indice di adeguatezza delle riserve. Però, tale interpretazione non risulta convincente, anche se si accetta l'ipotesi che le relazioni a cui è riferita non si modifichino

processo di aggiustamento (probabilmente) più efficace, sia ritenuto rispettivamente, inferiore o superiore allo svantaggio derivante da una (potenzialmente) maggiore sensibilità dei conti con l'estero a variazioni di grandezze economiche del tipo sopra menzionato.

(14) Questo punto di vista sembra essere avvalorato dalle considerazioni svolte da S. LEONETTI, P. CIAMPICALI, *La propagazione internazionale delle spinte inflazionistiche e degli aumenti dei tassi di interesse*, in «Economia e Storia», 1970, fasc. 3, particolarmente p. 367.

o che la loro stabilità non venga alterata sensibilmente se non al trascorrere di intervalli di tempo abbastanza lunghi. Infatti, essa implica che le autorità monetarie formulino (o abbiano formulato nel recente passato) gli obiettivi di politica economica, tenendo conto in modo diretto non del volume assoluto delle riserve e della necessità di espandere la liquidità interna conformemente alle esigenze dell'economia, ma del rapporto  $\frac{R}{MO}$  (15). Ciò sembra improbabile, se non del tutto non plausibile.

D'altro canto si può ritenere che le associazioni intercorrenti fra  $\frac{R}{MO}$  e importanza del settore estero derivino indirettamente dal comportamento delle autorità monetarie che, nel perseguire l'obiettivo di un ordinato sviluppo del reddito, potrebbero regolare la liquidità interna in maniera tanto più dipendente dall'andamento della componente estera, quanto maggiore è il grado di apertura dell'economia.

Ad ogni modo, è evidente che, se da un lato l'analisi condotta può contribuire a suggerire, limitatamente ai casi studiati, i motivi dell'esistenza di una diversità tra paesi del valore e del grado di variabilità di  $\frac{R}{MO}$ , restano pur sempre le perplessità in precedenza espresse sull'effettivo significato che tale rapporto potrebbe avere nei confronti intertemporali, qualora venisse usato come indicatore dell'adeguatezza delle riserve. Esso, preso a sé stante, non è certo peggiore di altri indicatori. Anzi, rispetto al rapporto fra riserve e importazioni, presenta il vantaggio di inquadrarsi in una elaborazione teorica abbastanza precisa.

Di solito, mettendo in rapporto le riserve con le importazioni, si intende porre in rilievo il fabbisogno delle prime per finanziare le transazioni con l'estero. Tale misurazione si basa implicitamente sull'ipotesi che all'aumentare delle importazioni aumentino la frequenza e/o l'ampiezza delle oscillazioni del saldo dei conti con l'estero. Questa ipotesi non è mai stata verificata empiricamente e, a prima vista, sembra vuota di significato (ciò che determina le oscillazioni del saldo suddetto e la loro ampiezza, a parte i movi-

(15) Questa osservazione è sostanzialmente equivalente ad alcuni commenti di MACHLUP, *op. cit.*, pp. 190-191.

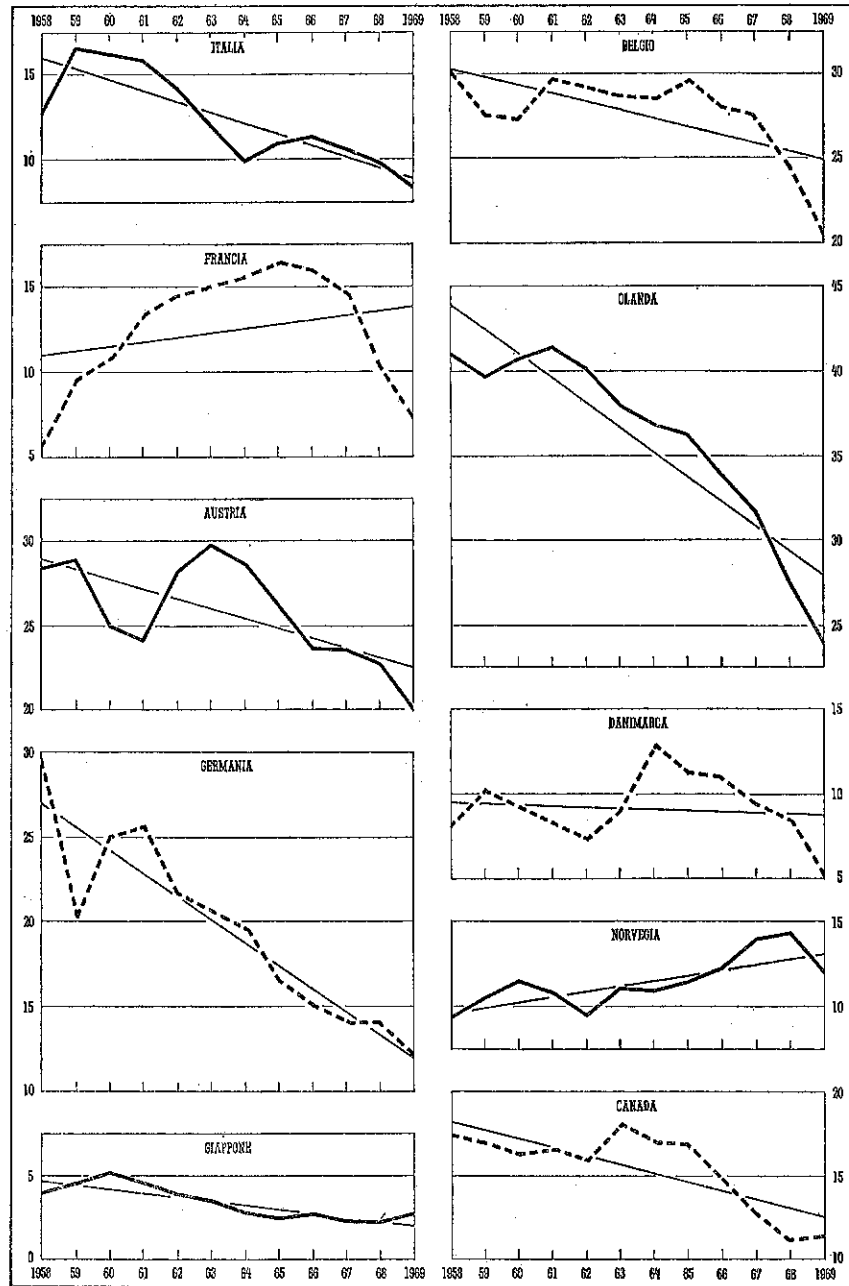
menti di capitali, potrebbe semmai essere, nel lungo periodo, il differenziale fra i saggi di aumento delle importazioni e delle esportazioni) (16).

L'uso del rapporto  $\frac{R}{MO}$  si baserebbe su considerazioni più plausibili e facilmente comprensibili. Senza ripetere lo schema teorico di Johnson delineato all'inizio di questa indagine, è sufficiente dire che una certa stabilità della crescita di R rispetto a MO è necessaria, specie in regime di convertibilità, per far fronte a improvvisi deflussi di frazioni della liquidità interna verso l'estero, dovuti alle cause più disparate. « Nel lungo andare, le alternative cui si trova di fronte la politica economica » non sono rappresentate dagli strumenti da usare per correggere gli squilibri di bilancia dei pagamenti, « ma dalla necessità di dover scegliere tra questi strumenti e il costo dell'investimento rappresentato dall'accumulazione di riserve » da usarsi per il finanziamento di quei deficit che, per loro natura, sono destinati ad essere transitori (17).

Il rapporto  $\frac{R}{MO}$ , come già messo in evidenza, non è comunque una misura che si possa considerare disgiuntamente da altri parametri caratterizzanti le condizioni dell'economia, specie nel breve periodo. Un valore di  $\frac{R}{MO}$  tendenzialmente decrescente non implica una diminuzione dell'adeguatezza delle riserve se, al contempo, le circostanze fanno ritenere che la posizione internazionale del paese non andrà soggetta a deterioramenti, per un orizzonte temporale

(16) Vale forse la pena di notare che il rapporto tra riserve e importazioni sembra non avere alcuna relazione con la grandezza del settore estero dei vari paesi. Più precisamente i coefficienti di « rank correlation » (Kendall) tra grado di apertura dell'economia da una parte e valore medio del rapporto riserve/importazioni nel periodo 1958-1969 dall'altra, assumono un valore di -0,25 per i paesi oggetto del presente studio nel loro insieme e di -0,11 per i paesi « industriali ». A parte il fatto che tali coefficienti non sono significativi, il loro segno sembra implicare che maggiore è l'apertura dell'economia, minore è la quantità di riserve detenute rispetto alle importazioni. Tale tipo di relazione potrebbe essere spiegato con la semplice constatazione del fatto che più un paese importa (maggiore apertura dell'economia o dipendenza dall'estero), tanto minore è la frazione di importazioni rappresentata da una certa quantità di riserve (a stretto rigore, tuttavia, questo ragionamento non è esatto, in quanto esso implica che a maggiore apertura dell'economia debba corrispondere un maggior valore assoluto delle importazioni, ma ciò non necessariamente si verifica).

(17) H. G. JOHNSON, *op. cit.*, p. 380.



L. P.

relativamente al quale è possibile fare previsioni, oppure se esistono facilitazioni creditizie che garantiscano la possibilità di fronteggiare improvvise situazioni avverse.

6. - In conclusione, la misura dell'adeguatezza delle riserve non può essere affidata ad un solo indicatore, sia esso il rapporto  $\frac{R}{MO}$  o quello riserve/importazioni. Come si è visto, questi rapporti

si prestano a critiche piuttosto serie, in modo particolare il secondo.

Soprattutto rispetto a periodi relativamente brevi, una misura immediata dell'adeguatezza delle riserve potrebbe essere costituita dal confronto fra il loro ammontare assoluto e l'uso previsto di esse, determinato mediante proiezioni del comportamento del sistema economico. Anche se questa considerazione può apparire abbastanza ovvia, la misurazione indicata sembra l'unica logicamente effettuabile.

LUIGI POMPILI