

## Riserve monetarie e inflazione mondiale

Nel mondo occidentale, dal 1968 ad oggi le riserve sono quasi triplicate, dal 1971 l'espansione monetaria si è accelerata, nel 1974 l'inflazione è salita a un tasso di due cifre. L'accelerazione dell'espansione monetaria nel triennio 1971-73 e il balzo del tasso d'inflazione nel biennio 1973-74 sono fenomeni considerati spesso connessi col rapido sviluppo delle riserve. Questo sviluppo e il conseguente aumento della base monetaria in molti paesi continueranno ad alimentare processi inflazionistici anche nei prossimi anni? Oppure l'attuale consistenza della liquidità internazionale è potenzialmente insufficiente? In particolare, la redistribuzione di riserve dai paesi importatori ai paesi esportatori di petrolio può causare scarsità di riserve e politiche deflazionistiche, almeno in certi paesi? E quale influenza potranno avere, in questo campo, il riallineamento delle parità deciso nel 1971, l'adozione nel 1973 di cambi mobili, l'aumento del prezzo dell'oro?

Un breve esame di simili questioni è l'oggetto di questo articolo.

### I. Variazioni nelle riserve, espansione monetaria e inflazione mondiale

Nel 1974 il totale delle riserve internazionali, valutate in dollari, aumentò di più di 40 miliardi, portandosi a 226 miliardi: l'aumento più cospicuo mai registrato in un solo anno. L'espansione complessiva degli anni settanta, da quando esistono i Diritti Speciali di Prelievo, sta ora avvicinandosi ai 150 miliardi di dollari; nel 1974 le riserve internazionali erano quasi il triplo di quelle del 1968 (cfr. tab. 1).

Inoltre, la componente in valuta estera delle riserve è aumentata ad un ritmo anche maggiore, quintuplicando i 32 miliardi di dollari

del 1968, diventati 161 nel 1974. Le riserve complessive e la loro componente in valuta estera hanno seguito un andamento parallelo all'enorme aumento degli impegni verso l'estero degli Stati Uniti, dai circa 18 miliardi di dollari del 1968 a quasi 70 miliardi nel 1973, aumento concentratosi per l'80 per cento circa nel triennio 1971-73 (1). L'aumento delle attività di riserva e della componente in valuta estera si accelerò nel 1971, quando il deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti (calcolato sulla base dei regolamenti ufficiali) balzò alla cifra inusitata di 30 miliardi di dollari.

TABELLA 1

RISERVE MONDIALI IN MILIARDI DI DOLLARI: 1968-1974

Fine anno	Riserve auree	Diritti speciali prelievo	Posizioni di riserva presso il FMI	Valuta estera	Totale attività di riserva
1968 . . . . .	38,9		6,5	32,0	77,4
1969 . . . . .	39,1		6,7	32,4	78,2
1970 . . . . .	37,2	3,1	7,7	44,6	92,6
1971 . . . . .	39,2	6,4	6,9	78,2	130,6
1972 . . . . .	38,8	9,4	6,9	103,6	158,7
1973 . . . . .	43,1	10,6	7,4	122,0	183,2
1974 . . . . .	43,7	10,8	10,8	160,7	226,1

Fonte: *Annual Reports* del FMI e della Banca dei Regolamenti Internazionali.

Di fronte a un deficit di tali proporzioni, i paesi in surplus, per tenere in piedi il regime di cambi fissi, acquistarono dollari fino al marzo 1973. Questo tentativo di conservare la struttura delle parità causò un'esplosione delle riserve internazionali e accelerò l'espansione monetaria e delle basi monetarie a partire dall'ultimo trimestre del 1970 (cfr. tabb. 2 a e 2 b). Tra il 1970 e il 1973 le riserve mondiali quasi raddoppiarono e la maggior parte dei 91 miliardi di aumento fu dovuta alla componente in valuta estera.

(1) L'altro maggior fattore dell'incremento della componente in valuta estera delle riserve totali è l'aumento dei depositi in eurodollari e in eurovalute, saliti dai circa 5 miliardi di dollari del 1968 ai 40 e più del 1973; gli aumenti cominciarono ad essere veramente notevoli intorno al 1970-71. Cfr. 1974 *IMF Annual Report*, pagg. 31-4.

TABELLA 2A

ESPANSIONE DELLA BASE MONETARIA IN DIECI PAESI INDUSTRIALI  
(in %)\*

	1968	1969	1971	1972	1973
Belgio . . . . .	2,5	2,2	7,2	14,1	12,5
Canada . . . . .	8,2	5,3	15,2	15,6	16,1
Francia . . . . .	7,2	7,6	10,6	31,6	7,5
Germania . . . . .	6,9	3,3	15,0	26,3	7,4
Italia . . . . .	8,0	13,1	17,0	14,0	17,1
Giappone . . . . .	18,9	19,6	14,6	29,0	34,3
Paesi Bassi . . . . .	2,0	7,3	5,0	9,1	4,8
Svizzera . . . . .	18,3	7,3	20,3	8,9	4,7
Regno Unito . . . . .	3,9	2,0	15,1	21,2	31,5
Stati Uniti . . . . .	6,6	4,4	9,4	3,8	8,0

(\*) I dati sulla base monetaria si riferiscono alla « moneta di riserva » del FMI.  
FONTE: FMI, *International Financial Statistics*.

TABELLA 2B

ESPANSIONE MONETARIA (\*) IN DIECI PAESI INDUSTRIALI

	Media 1960-67	1968	1969	1971	1972	1973
Belgio . . . . .	6,6	6,6	4,8	10,1	12,4	12,7
Canada . . . . .	6,1	4,3	7,5	12,8	13,9	14,5
Francia . . . . .	12,0	4,0	6,7	12,7	13,2	10,5
Germania . . . . .	7,6	7,7	10,1	12,1	14,1	5,8
Italia . . . . .	13,8	13,2	15,2	21,7	19,2	21,9
Giappone . . . . .	18,6	14,6	18,4	25,5	22,0	26,2
Paesi Bassi . . . . .	8,2	8,8	8,9	16,6	17,7	7,4
Svizzera . . . . .	8,0	10,8	9,7	18,5	13,3	— 0,4
Regno Unito . . . . .	3,5	4,1	0,3	15,3	14,0	5,1
Stati Uniti . . . . .	3,4	7,0	6,3	7,0	6,5	7,4

(\*) Per moneta si intende  $M_1$  (circolazione fiduciaria + depositi in conto corrente).  
FONTE: *Rates of Change in Economic Data for Ten Industrial Countries*, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Durante il biennio 1973-74 l'inflazione, con tassi varianti tra il 7 e il 16 per cento su base annua, diventò un problema mondiale sempre più grave. L'inflazione mondiale, definita come media ponderata dei dati relativi a dieci paesi industriali, balzò dal 7,6 per cento del 1973 al 13,2 per cento del 1974, esaltata dall'impennata del prezzo del petrolio. Per contro i tassi d'inflazione mondiale erano stati del 4 per cento circa nella seconda metà degli anni sessanta e del 5 per cento nel triennio 1970-72 (cfr. tab. 3).

TABELLA 3

ESPANSIONE MONETARIA E INFLAZIONE MONDIALE  
(dieci paesi industriali \*) 1960-1974

Anno	Aumento percentuale** della moneta mondiale	Variazione percentuale** dell'inflazione mondiale
1960 . . . . .	5,5	2,0
1961 . . . . .	7,9	2,0
1962 . . . . .	7,1	2,8
1963 . . . . .	8,0	2,8
1964 . . . . .	7,1	2,4
1965 . . . . .	7,4	3,0
1966 . . . . .	7,0	3,4
1967 . . . . .	6,1	2,9
1968 . . . . .	8,0	3,9
1969 . . . . .	8,0	5,0
1970 . . . . .	7,2	5,6
1971 . . . . .	12,3	5,1
1972 . . . . .	11,6	4,5
1973 . . . . .	11,0	7,6
1974 . . . . .	7,6	13,2
1975 (***) . . . . .	9,1	10,2

(\*) I paesi sono: Stati Uniti, Canada, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi, Belgio e Svizzera.

(\*\*) Questa serie è calcolata dalla First National City Bank of New York come media ponderata per i dieci principali paesi industriali. L'espansione monetaria e il tasso di inflazione di ciascun paese ricevono un peso determinato in base al PNL<sub>in</sub> in termini reali.

(\*\*\*) Valori stimati.

La relazione tra accumulazione di riserve in valuta, espansione delle basi monetarie, espansione monetaria, politiche espansive della domanda aggregata e inflazione mondiale è controversa. Pur concedendo che l'inflazione ha cause molteplici e complesse, non è possibile considerare il balzo dell'inflazione mondiale del 1973-74 prescindendo dall'accumulazione di riserve internazionali a partire dal 1968 e dall'accelerazione dell'espansione monetaria del 1971-73. Riserve sovrabbondanti possono rendere i singoli paesi meno sensibili a pressioni per politiche interne antinflazionistiche, e perciò intensificare ed esaltare fattori espansionistici provenienti dai partners commerciali.

La Banca dei Regolamenti Internazionali, che non parte da posizioni monetariste preconette, nella sua Relazione per il 1974 così descrive l'esperienza degli anni 1971-74:

«Una delle limitazioni all'efficacia delle restrizioni monetarie negli anni recenti è stato l'enorme volume di flussi di capitali provenienti dall'estero, in gran parte connessi alle incertezze sull'andamento dei tassi di cambio... Il rafforzamento dell'espansione monetaria all'inizio del 1973 è in gran parte dipeso da afflussi cumulativi di valuta estera rivelatisi nell'acquisizione, da parte dei vari sistemi bancari, di una posizione creditizia netta sull'estero... I paesi eccedentari hanno trovato che il sistema dei cambi fluttuanti, inserito in una struttura internazionale dei tassi già più realistica, è stato utile per moderare più efficacemente l'espansione monetaria».

La rapida espansione monetaria del periodo 1971-73 è così considerata da un lato come conseguenza (in larga misura) dell'accumularsi di riserve di valuta estera in regime di cambi fissi e dall'altro come parte integrante del processo che nel 1973-74 ha accentuato il tasso dell'inflazione mondiale.

I paesi più importanti abbandonarono i cambi fissi all'inizio del 1973. L'adozione di cambi fluttuanti diede ai paesi in surplus la possibilità di controllare più efficacemente la quantità di moneta interna e di meglio difendersi dall'inflazione importata. Il tasso di espansione monetaria mondiale diminuì leggermente nel 1973, all'11 per cento, e nell'anno successivo scese al 7,6 per cento. Dai dati più recenti emerge che nel 1975 l'inflazione mondiale è rallentata.

## II. Tassi di cambio fluttuanti e inflazione mondiale: effetti transitori e effetti permanenti (2)

L'adozione dei cambi fluttuanti nel marzo del 1973 ha creato un ambiente capace di alimentare ulteriormente l'inflazione col convertire una parte notevole delle riserve ufficiali in riserve in eccesso?

L'inflazione mondiale può accentuarsi in seguito al passaggio ad un regime di cambi flessibili, se questi sono lasciati liberi di aggiustarsi e si riduce il bisogno di riserve. Precisamente, se le autorità monetarie sono meno pressate a difendere, o a conservare, una data struttura dei tassi di cambio, la loro domanda di riserve internazionali dovrebbe diminuire rispetto alle esigenze del periodo precedente la fluttuazione. Una parte dei 226 miliardi di dollari di riserve ufficiali può così dimostrarsi in eccesso. Certi paesi possono utilizzare queste riserve apparentemente sovrabbondanti per seguire politiche di espansione della domanda aggregata e rischiare maggiori deficit, fino a provocare ulteriori aumenti dell'inflazione mondiale.

Ma, oltre ad avere questi effetti monetari indiretti, «transitori» e potenzialmente inflazionistici, i cambi fluttuanti sono stati ritenuti «direttamente» responsabili della recente inflazione a due cifre di molti paesi. Secondo taluni autori (3), il temporaneo declino dei tassi

(2) In una precedente versione di questo lavoro distinguevo tra effetti di breve e effetti di lungo periodo della fluttuazione dei cambi sull'inflazione. Gli effetti monetari associati a riserve eccedenti, che ora chiamo effetti transitori, venivano considerati di breve periodo, mentre gli effetti della fluttuazione sul controllo della quantità di moneta, che ora chiamo permanenti, venivano considerati di lungo periodo. Il prof. Haberler ha criticato la mia classificazione dell'eccesso di riserve derivante da cambi flessibili come effetto di breve periodo. Egli osserva che i detentori di riserve non si sono finora dati ad allegria di spese; poiché però anch'egli ritiene che ciò possa avvenire, lo considera un potenziale effetto di lungo periodo. Egli rileva anche che gli effetti della fluttuazione sulla capacità di un paese di meglio controllare la quantità di moneta e difendersi dall'inflazione importata, effetti che io chiamavo di lungo periodo, si sono realmente verificati; egli ricorda al riguardo i risultati ottenuti dalla Germania subito dopo l'adozione di un cambio mobile, cosicché, a suo avviso, questo relativo successo nella lotta contro l'inflazione importata dovrebbe essere considerato come un effetto di breve periodo.

In seguito alle suddette osservazioni, ho deciso di abbandonare la distinzione tra effetti di breve e effetti di lungo periodo e di distinguere invece tra effetti transitori (effetti *una tantum*) e effetti permanenti dei cambi fluttuanti sull'inflazione, lasciando così aperta la possibilità che gli effetti transitori non siano necessariamente di breve periodo ma possano manifestarsi a distanza di tempo e che gli effetti permanenti possano manifestarsi nel breve periodo. Cfr. HABERLER G., «Thoughts on Inflation: The Basic Forces» in *Business Economics*, gennaio 1975; *Remarks at the Japan-U.S. Assembly Meeting*, aprile 1975 e «Lettere» al *Wall Street Journal*, giugno e agosto 1975.

(3) Il problema sollevato da questi autori, se i cambi fluttuanti siano più o meno inflazionistici dei cambi fissi, esce dai limiti di questo lavoro. Per affrontarlo occorrerebbe

di cambio di numerosi paesi verificatosi dal marzo 1973 sarebbe stato inflazionistico per un suo effetto irreversibile sulle strutture dei costi e dei prezzi, le politiche monetarie dei paesi a moneta non di riserva non sarebbero state, nel regime di fluttuazione, così indipendenti come si prevedeva, i paesi in deficit avrebbero seguito politiche monetarie più espansive di quelle che avrebbero adottato in un regime di cambi fissi. Il caso inglese è addotto ad esempio di una situazione in cui le autorità — con cambi mobili — sembrano meno sensibili alla necessità di restringere l'espansione monetaria di fronte a disavanzi con l'estero; su di esse avrebbe un'influenza raffrenante più una perdita di riserve che non una svalutazione del cambio.

Non è ancora ben chiaro in quale misura i cambi fluttuanti abbiano ridotto la domanda di riserve ufficiali, generando riserve eccedenti a potenziale inflazionistico (4). Le autorità monetarie stanno ancora prendendo confidenza e adattandosi al sistema relativamente nuovo di fluttuazione amministrata e possono non considerare come sovrabbondante una parte delle attività di riserva. Inoltre, il modo in cui i singoli paesi avvertono le proprie necessità di riserva è senza dubbio influenzato dalle molte perturbazioni monetarie internazionali occorse dal marzo 1973 ad oggi. Di conseguenza, se i cambi fluttuanti possono ridurre la domanda ufficiale di riserve internazionali, la potenziale sovrabbondanza di riserve può essere stata temporaneamente annullata da altri fattori (5).

In contrasto con gli autori che asseriscono che i cambi fluttuanti hanno direttamente accelerato l'inflazione mondiale, i fautori della

considerare la possibilità che, in regime di fluttuazione, i paesi in deficit possano adottare politiche maggiormente espansive e che i paesi in surplus seguano politiche meno espansive e possano resistere meglio all'inflazione importata, e inoltre il modo in cui variazioni dei prezzi si trasmettono nell'economia mondiale sotto i due regimi. Cfr. *Business Review*, della Federal Reserve Bank of San Francisco, primavera 1975, pagg. 18-30.

(4) Alcuni provvedimenti presi a metà del 1974 fanno pensare che certe banche centrali considerassero le proprie riserve piuttosto esuberanti rispetto alla domanda. Per esempio taluni paesi imposero allora restrizioni sulle esportazioni, pur abolendo quelle all'importazione, nonostante la potenziale riduzione dei proventi in valuta estera. Anche altri provvedimenti presi nel 1973 per porre un freno agli afflussi di capitale e per liberalizzare i deflussi possono essere considerati un riflesso di giudizio di sufficienza di riserve. Questo atteggiamento può essere sostanzialmente mutato verso la fine dell'anno. Cfr. 1974 *IMF Annual Report*, pagg. 44-5.

(5) Sul «bisogno» di riserve influiscono vari elementi: alcuni paesi ritengono necessario, o desiderabile, intervenire sul mercato dei cambi; altri tengono riserve per conservare la fiducia nella propria moneta e per assicurarsi prestiti esteri; altri possono detenere riserve in valuta estera per avere la possibilità di decidere l'adesione a un blocco monetario o il ritorno a un sistema di parità; la maggior parte dei paesi ancora tuttora la propria a qualche altra moneta.

fluttuazione affermano che questa, spezzando la relazione automatica tra bilancia dei pagamenti e quantità di moneta interna, conferisce alle autorità monetarie un maggior controllo sulle politiche monetarie nazionali e dovrebbe avere per effetto «permanente» e duraturo una riduzione dell'inflazione mondiale. I sostenitori dei cambi fluttuanti credono perciò che questi siano coerenti con (e anzi indispensabili per) il conseguimento di una minore inflazione nel mondo; essi riconoscono tuttavia che gli effetti monetari del passaggio a un regime di fluttuazione sono potenzialmente inflazionistici.

A nostro avviso, il passaggio a cambi fluttuanti nel marzo del 1973 ha due effetti contrastanti sull'inflazione mondiale: riduce la domanda di riserve in relazione all'offerta e costituisce quindi un fattore monetario «transitorio» che potenzialmente contribuisce all'inflazione mondiale finché le riserve in eccesso non siano smaltite; nello stesso tempo, il regime di fluttuazione conferisce alle autorità monetarie nazionali un miglior controllo sulla base e sull'espansione monetarie e quindi costituisce un fattore «permanente» capace di contribuire a ridurre l'inflazione mondiale.

### III. Oro e inflazione mondiale

#### A. Domanda, offerta e prezzo dell'oro

Il notevolissimo aumento dei prezzi dell'oro degli ultimi sette anni, e specialmente degli ultimi quattro, è dovuto a fattori che riguardano sia gli stock che i flussi. Per quanto riguarda il flusso, la produzione di oro è diminuita da 1.265 tonnellate nel 1970 a 985 tonnellate circa nel 1974; si tratta di una diminuzione superiore al 20 per cento, per oltre nove decimi dovuta al Sud Africa (6). Gli stock complessivi di oro, dominati dall'oro monetario detenuto dalle Banche centrali e da quello in mano ai privati, si stimano in 3,7 miliardi di once; la sola quantità in possesso delle Banche centrali è di venticinque volte superiore alla produzione annua (7) (v. tab. 4).

(6) La strategia e le esigenze di valuta estera del Sud Africa e dell'Unione Sovietica hanno una parte preminente nel determinare l'offerta mondiale di oro. Le vendite di oro sovietico dipendono dagli impegni assunti dalla Russia nelle transazioni con l'Occidente. La Banca centrale sudafricana agisce da *price-leader* e ritira oro dal mercato quando la domanda è fiacca e anche, a quanto sembra, quando gli Stati Uniti vendono oro. Cfr. *Business Review*, della Federal Reserve Bank of San Francisco, inverno 1974-75.

(7) Le decisioni delle Banche centrali di vendere oro sul mercato libero dipenderanno in larga misura dal futuro ruolo dell'oro come moneta internazionale. In caso di demone-

TABELLA 4

## STIME DELLE FONTI E DEGLI IMPIEGHI DI ORO 1970-1974

Voci	1970	1971	1972	1973	1974
	(Tonnellate metriche)				
Produzione . . . . .	1.265	1.230	1.170	1.085	985
Vendite stimate dei paesi comunisti . . . . .	50	90	200	330	150
Totale . . . . .	1.315	1.320	1.370	1.415	1.135
Variazione delle riserve auree ufficiali occidentali . . .	285	- 125	90	- 35	- 45

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

La domanda di oro dipende da considerazioni sia di flusso che di fondo: esiste una domanda-flusso di oro per scopi industriali, commerciali e artistici; ed esiste una domanda-fondo da parte delle Banche centrali, di incettatori privati, di investitori e di speculatori. Come era facile prevedere, la domanda-flusso è diminuita all'aumentare del prezzo; il declino più consistente ha riguardato la domanda per la produzione di gioielli. La domanda-fondo delle Banche centrali è da molti anni relativamente costante; l'aumento delle riserve auree delle autorità monetarie del resto del mondo è stato quasi completamente controbilanciato dalla diminuzione dell'oro detenuto dagli Stati Uniti. La domanda-fondo da parte dei privati è negli scorsi anni aumentata, con l'accelerarsi dell'inflazione, come mezzo di difesa contro la svalutazione (8).

tizzazione, le Banche centrali possono vendere una quota maggiore dell'oro di loro proprietà. Di recente l'oro è stato usato come garanzia per prestiti, ciò che potrebbe sembrare un passo in questa direzione.

(8) La domanda di oro speculativa, per investimento e per tesoreggiamento è caratterizzata da motivazioni differenti. La domanda per tesoreggiamento sembra essere elastica rispetto al prezzo e forte nei paesi afflitti da disordini economici o politici. La domanda per investimento ricerca oro finché l'investimento in altre attività non diventi più attraente; la domanda speculativa è alimentata da aspettative inflazionistiche. La domanda speculativa si è intensificata durante l'inflazione del 1973-74, quando vi furono forti trasferimenti da attività convenzionali alla speculazione su merci. Cfr. *Business Review*, della Federal Reserve Bank of San Francisco, inverno 1974-75.

B. *Recenti sviluppi*

L'offerta di oro è diminuita in un'epoca d'inflazione crescente, di deboli mercati dei titoli, di persistenti perturbazioni monetarie, in un contesto cioè che stimolava fortemente la domanda di oro per investimento e per operazioni speculative. La speculazione contava di trar vantaggio anche dalla decisione del Tesoro degli Stati Uniti (annunciata nel dicembre 1973) di consentire agli americani l'acquisto di monete coniate nel 1959 o in data anteriore. Così, dopo gli eccezionali rialzi dei due anni precedenti, fra la fine del 1973 e la fine del 1974, il prezzo dell'oro aumentava a Londra di un altro 75 per cento, da 112 a 197 dollari l'oncia.

La domanda privata di oro si è però dimostrata finora negli Stati Uniti molto modesta; l'asta del gennaio 1975 non ha suscitato l'interesse di molti acquirenti. Nell'aprile successivo il prezzo dell'oro calava a 165 dollari l'oncia; oggi è all'incirca di 140 dollari. L'asta bandita dal Tesoro americano in giugno e la possibilità di ulteriori analoghe aste e di vendite del FMI contribuiscono a tener calmo il mercato.

La necessità di finanziare i disavanzi petroliferi ha indotto alcuni paesi a riattivare il proprio oro monetario. La CEE e il Gruppo dei Dieci hanno concordato di usare l'oro con funzioni di garanzia per operazioni di prestito tra Banche centrali, come è avvenuto per il prestito della Germania all'Italia di 2 miliardi di dollari. Il 16 dicembre 1974 gli Stati Uniti e la Francia hanno comunicato di essere favorevoli a una rivalutazione dell'oro tenuto dalle Banche centrali sulla base dei prezzi di mercato correnti. Di fatto, nel gennaio 1975 la Francia ha rivalutato le riserve auree a 170 dollari l'oncia e annunciato che avrebbe aggiustato la valutazione dell'oro ogni sei mesi. Finora nessun altro paese ha seguito l'esempio francese.

C. *La funzione monetaria dell'oro*

Alla fine del 1974 le Banche centrali detenevano circa 43,7 miliardi di dollari in oro, prendendo come base il prezzo ufficiale dell'oro di circa 42 dollari l'oncia. Valutato a, poniamo, 150 dollari l'oncia, l'oro delle Banche centrali equivale a circa 150 miliardi di dollari.

Nel 1973 hanno avuto fine due accordi relativi al ruolo monetario dell'oro: in novembre è cessato l'accordo di Washington del 1968 che vietava le vendite di oro « ufficiale » sul mercato privato; il

mese successivo è venuto meno l'accordo riguardante l'acquisto di oro sudafricano. Nel frattempo il prezzo di mercato dell'oro era salito dai 100 dollari l'oncia della metà del 1973 ai 160 e più dollari della metà del 1974.

Vendite sul mercato privato di oro delle riserve ufficiali potrebbero provocare un notevolissimo aumento della liquidità mondiale per due motivi connessi: in primo luogo, consentirebbero alle Banche centrali di mobilitare un'attività congelata; in secondo luogo, la forte differenza tra prezzo di mercato e prezzo ufficiale accrescerebbe di molto il valore delle loro riserve estere complessive (9). La possibilità di utilizzare le riserve auree ufficiali al prezzo di mercato rappresenta un incremento potenziale molto elevato (forse del 50 per cento) del totale delle riserve mondiali.

Un aumento delle riserve ufficiali di quest'ordine di grandezza potrebbe causare, facilitare o stimolare un'ulteriore inflazione di dimensioni mondiali nei prossimi cinque o dieci anni, a meno che non si riesca a congegnare, in questo campo, una politica coordinata di controllo internazionale.

In realtà, gli Stati Uniti cercano di ridurre il ruolo monetario dell'oro (col fine ultimo di eliminarlo) in quanto incompatibile con uno stabile sistema monetario internazionale. Un ampio consenso al riguardo sembra raggiunto, e taluni passi sono stati fatti per raggiungere l'obiettivo. I comunicati emessi al termine degli incontri di gennaio e di giugno 1975 dello « Interim Committee » del FMI hanno rivelato un sostanziale accordo per promuovere i Diritti Speciali di Prelievo, al posto dell'oro, a cardine del sistema monetario internazionale. I problemi relativi all'oro, ancora non risolti nei suddetti incontri, riguardavano i provvedimenti transitori e la possibilità di lasciare che il FMI acquistasse oro dai paesi membri (10).

(9) La revoca degli accordi di Washington del 1968 non si tradusse in vendite di oro da parte delle Banche centrali sul mercato privato. La riluttanza a vendere oro può essere dipesa dal timore che vendite del genere determinassero un forte ribasso del prezzo, o forse dalla convinzione che il prezzo dell'oro sarebbe ulteriormente aumentato. Comunque, l'opportunità di utilizzare l'oro come garanzia, valutandolo a un prezzo molto più alto di quello ufficiale, ha permesso ad alcuni paesi di far uso delle proprie riserve auree.

(10) Corrispondenza con P. Lisle Widman, « Deputy Assistant Secretary » del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. Si vedano le dichiarazioni di Henry Wallich e del Segretario del Tesoro William E. Simon al Joint Economic Subcommittee on International Economics, e la House Banking, Currency and Housing Subcommittee on International Trade, Investment and Monetary Policy, 21 luglio 1975. Cfr. anche FMI, *Press Communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors on the International Monetary System*, 12 giugno 1975.

In questi negoziati gli Stati Uniti hanno avanzato con forza proposte dirette ad abolire quelle regole e procedure che attribuivano all'oro una posizione privilegiata, diversa da quella di tutte le altre merci. Essi hanno chiesto l'abolizione del prezzo ufficiale dell'oro; l'eliminazione delle norme che richiedono l'impiego dell'oro in transazioni tra il Fondo e i paesi membri; l'autorizzazione al Fondo a vendere il proprio oro; l'eliminazione delle restrizioni imposte alle transazioni effettuate dalle autorità monetarie, a condizione che evitino il ripristino del ruolo monetario dell'oro; l'obbligo di non accrescere le riserve auree ufficiali (comprese quelle del FMI) oltre i livelli attuali; restrizioni all'acquisto di oro da parte dei singoli paesi.

Nell'incontro del Gruppo dei Dieci dell'agosto 1975 sono state decise talune clausole operative specifiche intese a ridurre la funzione monetaria dell'oro, clausole transitorie vincolanti per un periodo di due anni. Ma anche se l'oro perde il carattere di attività chiave nel sistema monetario internazionale, le riserve auree ufficiali possono essere rivalutate ai prezzi correnti di mercato, cosicché ci si può ancora trovare di fronte a un ingente aumento delle riserve mondiali (11).

#### IV. Deficit petroliferi e inflazione mondiale

I disavanzi petroliferi possono far variare le riserve e quindi la quantità di moneta e l'inflazione mondiali. E' quindi opportuno qualche cenno agli effetti che quei disavanzi possono avere sulla domanda, sull'offerta e sulla distribuzione delle riserve mondiali (12).

(11) Nella riunione del 31 agosto 1975 il Board of Governors del FMI rilevava che il Gruppo dei Dieci aveva concordato di osservare per due anni i seguenti principi (aperti all'adesione di tutti gli altri membri del Fondo): di non compiere azioni intese a fissare il prezzo dell'oro; di non aumentare la quantità totale di oro allora in possesso del Fondo e delle autorità monetarie del Gruppo dei Dieci; di rispettare ogni ulteriore condizione per il commercio dell'oro concordata dai rappresentanti delle Banche centrali; di informare semestralmente il Fondo e la BRI di tutto l'oro acquistato o venduto; di riconsiderare alla fine dei due anni i presenti accordi e quindi rinnovarli, modificarli o abolirli. Cfr. IMF, *Press Communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors on the International Monetary System*, 31 agosto 1975.

(12) Nell'analizzare l'impatto delle vicende petrolifere sull'inflazione e l'espansione monetaria mondiali pongo in risalto soprattutto gli effetti determinati attraverso la domanda, l'offerta e la distribuzione delle riserve internazionali. Non mi fermo sugli effetti « diretti » che l'eccezionale rialzo dei prezzi del petrolio ha avuto sui tassi di inflazione di tutto il mondo fin dall'inizio del 1974.

A. *Il deficit del 1974*

Nel 1974 i paesi dell'OPEC ricavarono 126 miliardi di dollari dalle esportazioni di petrolio e 9 miliardi da investimenti, per un totale di 135 miliardi; ne spesero circa 65 per importazioni di merci e servizi e 4 per trasferimenti; restarono con un'eccedenza nelle partite correnti di circa 65 miliardi di dollari. Tre quarti di tale eccedenza andarono ai membri mediorientali dell'OPEC, e forse un terzo all'Arabia Saudita. Le attività finanziarie all'estero dell'OPEC aumentarono dai circa 16 miliardi di dollari del 1973 agli 80 miliardi e più del 1974.

I mercati finanziari privati finanziarono più della metà del deficit del 1974 con i paesi dell'OPEC: nel 1974 le nuove concessioni di crediti bancari in euromonete raggiunsero complessivamente 28 miliardi di dollari; nei primi undici mesi dell'anno le banche americane aumentarono di 15 miliardi di dollari i crediti a stranieri; le obbligazioni di nuova emissione, comprese quelle private offerte pubblicamente, furono nel 1974 pari a circa 6,3 miliardi di dollari (13).

Le importazioni dell'OPEC aumentarono di oltre 30 miliardi di dollari, ma meno rapidamente delle esportazioni. Di conseguenza, crebbe l'accumulazione di attività reali e finanziarie dell'OPEC all'estero. Le monete, le attività e i paesi scelti dall'OPEC per impiegare la loro crescente disponibilità di risorse estere varierà secondo le circostanze e le opportunità (14). Il sistema bancario internazionale ha svolto una parte preminente in questa eccezionale azione di intermediazione. Gli investimenti di petrodollari mediorientali negli Stati Uniti sono ancora relativamente modesti, ma possono crescere in breve tempo, probabilmente a spese della quota degli euromercati.

L'efficace intermediazione del sistema bancario ha consentito ai paesi importatori di petrolio di finanziare senza eccessive difficoltà i disavanzi del 1974, ma può non essere in grado di continuare allo stesso ritmo nel prossimo futuro. Le stime iniziali dello squilibrio dei pagamenti tra paesi esportatori e paesi importatori di petrolio valu-

(13) Nella seconda metà del 1974 diminuirono sia i prestiti delle banche americane sia i nuovi crediti bancari in eurovalute. A questo rallentamento dei prestiti bancari seguì un modesto aumento delle nuove emissioni internazionali di obbligazioni.

(14) Recenti calcoli del Tesoro degli Stati Uniti forniscono le seguenti stime degli investimenti dell'OPEC nel 1974: 11 miliardi di dollari negli Stati Uniti, 22,5 miliardi nel mercato euromercato, 7,5 miliardi nel Regno Unito, 5,5 miliardi in altri paesi, 3,5 miliardi in titoli dell'IFI e nella *oil facility* del FMI, e circa 10 miliardi in doni e investimenti a favore dei paesi sottosviluppati e altri.

tavano a 653 miliardi di dollari nel 1980 e a 1.200 miliardi nel 1984 l'accumulazione di attività all'estero da parte dell'OPEC. Queste stime sono state in seguito contestate; e ora si tende a ipotizzare cifre notevolmente inferiori e a ritenere che l'accumulazione di attività all'estero dell'OPEC possa raggiungere il massimo nel 1978-79 (15).

B. *Il deficit del 1975*

Si stima che il deficit delle partite correnti con i paesi dell'OPEC nel 1975 sia inferiore a quello del 1974 e che il suo finanziamento possa assumere forme differenti. Il riciclaggio ufficiale può finanziare tra il 15 e il 20 per cento del deficit previsto: lo « sportello » petrolifero (la *oil facility*) del Fondo Monetario può contribuire con circa 7,5 miliardi di dollari e il prestito CEE potrebbe fornire circa due miliardi (16).

Si pensa che il rallentamento dei prestiti bancari internazionali verificatosi verso la fine del 1974 continuerà per tutto il 1975 e che le banche commerciali finanzieranno soltanto tra un quarto e un terzo del deficit del 1975, invece del 50 per cento nel 1974, a causa della crescente rischiosità delle operazioni con paesi ampiamente e costantemente deficitari nelle partite correnti e della caduta dei rapporti dei capitali bancari a livelli esigui e forse pericolosi.

Nel 1975 sono invece cresciuti i finanziamenti provenienti dal mercato obbligazionario internazionale. La diminuzione dei saggi di interesse a breve termine e dell'inflazione in alcuni paesi hanno stimolato un maggior numero di emissioni internazionali. In media

(15) Studi recenti fanno pensare che l'accumulazione di mezzi finanziari dell'OPEC non raggiungerà le enormi somme previste nel 1974. Nel luglio del 1974 la Banca Mondiale aveva ipotizzato una « accumulazione finanziaria » dell'OPEC di 653 miliardi di dollari nel 1980, pari a circa 400 miliardi di dollari del 1974. In *Foreign Affairs* del gennaio 1975 Hollis Chenery abbassò tale stima a circa 300 miliardi di dollari 1974. In *World Financial Markets* del gennaio 1975 la Morgan Guaranty Bank la ridusse ulteriormente a 180 miliardi di dollari (con un massimo di circa 250 miliardi nel 1978). A sua volta EDWARD FRIED, in uno studio della Brookings del 1975, *Energy and U.S. Foreign Policy*, stima a circa 150 miliardi di dollari 1974 la « accumulazione finanziaria » totale dell'OPEC nel 1980, ma assumendo un prezzo reale del petrolio inferiore. T. D. Willett, in un lavoro del Tesoro del gennaio 1975, porta tale stima a 200 miliardi di dollari nel 1980, supposto che venga conservato l'attuale prezzo reale del petrolio. Un risultato simile è fornito in « Why Opec's Rocket Will Lose its Thrust », nella *Monthly Economic Letter* della First National City Bank del giugno 1975.

(16) Inoltre, il Gruppo dei Dieci ha aderito alla proposta di Kissinger di costituire un fondo di 25 miliardi di dollari da utilizzare in caso di emergenza e ad integrazione della *oil facility* del FMI.

quest'anno le nuove offerte pubbliche e i nuovi collocamenti privati sul mercato delle euro-obbligazioni hanno superato i 500 milioni di dollari al mese. Si sono fatte più numerose anche le emissioni estere sul mercato americano (17).

Le facilitazioni ufficiali per il riciclaggio, i prestiti e i crediti delle banche commerciali, le emissioni internazionali di titoli possono forse fornire 30 miliardi di dollari per finanziare il deficit previsto per il 1975 con l'OPEC. Stime recenti suggeriscono che nel 1975 l'eccedenza delle partite correnti dell'OPEC possa essere di 40 miliardi di dollari, forse anche meno. Le necessità di finanziamenti addizionali dei paesi in deficit sono perciò inferiori a quelle in precedenza previste (18).

### C. *Variazioni nella quantità e nella distribuzione delle riserve internazionali*

Il breve esame dei deficit di questi due anni suggerisce che l'accumulazione di attività finanziarie da parte dell'OPEC possa continuare per diversi anni, anche se ad un ritmo inferiore a quello inizialmente previsto. Vi è una certa discordanza di opinioni sulla data in cui sarà raggiunto il culmine, in parte a causa della diversità delle congetture riguardanti la capacità dell'OPEC di espandere le importazioni nel breve periodo (19). Nei prossimi anni l'economia

(17) Un recente esame dei mercati finanziari internazionali così riassume gli avvenimenti della prima metà del 1975: « Finora quest'anno le nuove emissioni sul mercato internazionale delle obbligazioni hanno raggiunto livelli record. Nei primi sette mesi del 1975 sono stati raccolti o è stata annunciata la raccolta di più di dieci miliardi di dollari. Fatto interessante, in questo stesso periodo i nuovi crediti bancari in euromonete a medio termine pubblicamente annunciati hanno raggiunto un totale pressoché equivalente. Queste cifre sono in netto contrasto con quelle relative a tutto l'anno precedente, quando soltanto 6,5 miliardi di dollari furono raccolti sul mercato internazionale delle obbligazioni contro 29,3 sul mercato delle euromonete », *World Financial Markets*, della Morgan Guaranty Trust Company of New York, 15 luglio 1975.

(18) Si prevede che i prestiti e gli investimenti diretti dell'OPEC non si espanderanno in misura sufficiente a far fronte alle necessità di finanziamento dei singoli paesi in deficit. Altre e nuove istituzioni di intermediazione privata possono contribuire a facilitare l'afflusso dei fondi OPEC ai paesi in deficit e a fornire i finanziamenti addizionali necessari nel 1975 e negli anni successivi.

(19) I fattori che determinano le dimensioni dell'eccedenza dell'OPEC nelle partite correnti e la sua accumulazione di attività finanziarie sono: l'elasticità della domanda di petrolio dell'OPEC; l'offerta di petrolio non OPEC; l'offerta di energia non OPEC e non petrolifera; la sostituzione di petrolio con altre fonti di energia; la domanda dell'OPEC di importazioni dai paesi consumatori di petrolio. Cfr. « Why OPEC's Rocket Will Lose its Thrust », *cit.*

mondiale può trovarsi a dover affrontare la prospettiva di una cospicua accumulazione di riserve da parte dell'OPEC, che può avere importanti conseguenze per la domanda, l'offerta e la distribuzione delle riserve internazionali.

Si supponga, in primo luogo, che i paesi in deficit ricorrano alle riserve per compensare gli squilibri delle bilance dei pagamenti. In questo caso, con l'acquisizione da parte dell'OPEC di riserve di paesi in deficit petrolifero, le riserve complessive di questi ultimi si ridurrebbero di un ammontare pari all'incremento delle riserve dei paesi esportatori di petrolio. La consistenza delle riserve mondiali rimarrebbe immutata (20).

E' tuttavia plausibile ipotizzare casi in cui lo stock complessivo di riserve possa subire variazioni. Così, le riserve mondiali aumenterebbero nel caso (che in pratica appare importante) in cui i paesi in deficit prendano in prestito riserve per pagare i propri disavanzi petroliferi. Esse possono aumentare anche nel caso in cui i paesi in deficit trasferiscano valuta estera che detengono nei paesi di emissione e l'OPEC trasferisca questi fondi su mercati *offshore*. Le riserve mondiali possono diminuire se i paesi importatori di petrolio trasferiscono riserve tenute in mercati *offshore* e l'OPEC le colloca nei paesi di emissione, a meno che i paesi in deficit non siano in grado di attingere prestiti nel paese a valuta di riserva (21).

Nel 1974 (cfr. tab. 5) le riserve globali aumentarono di oltre 40 miliardi di dollari, dei quali 36 miliardi circa andarono ad accrescere le riserve degli esportatori di petrolio e circa 3,9 miliardi quelle degli importatori. La maggior parte dell'aumento si tradusse in un forte incremento — per circa 36 miliardi di dollari — dei saldi in valuta estera. Come negli anni precedenti, l'incremento assunse la forma di un aumento delle riserve in dollari tenute negli Stati

(20) La domanda di riserve estere dei paesi in deficit può aumentare a causa dell'incertezza sulla propria capacità di assicurarsi finanziamenti, e del desiderio di maggiori riserve da usare come garanzia per eventuali prestiti.

(21) Se le politiche di investimento dei paesi che acquisiscono o perdono riserve possono far variare le riserve mondiali, tali effetti possono essere attenuati dalla mobilità del capitale. Ad esempio, una decisione dell'OPEC di depositare riserve negli Stati Uniti anziché sul mercato dell'eurodollaro può tendere a far diminuire le riserve mondiali. I paesi in deficit potrebbero però ricostituire le loro riserve se fossero in grado di ottenere maggiori prestiti dagli Stati Uniti, possibilità rafforzata dall'abolizione, in gennaio 1974, del controllo sui capitali negli Stati Uniti. Naturalmente, se la politica monetaria degli Stati Uniti sterilizzasse gli afflussi di capitale per agevolare il governo della moneta, gli importatori di petrolio potrebbero non riuscire a ottenere maggiori prestiti all'aumentare degli investimenti OPEC negli Stati Uniti.



Uniti o nel mercato delle eurovalute. A differenza degli anni precedenti, però, esso non derivò da un disavanzo degli Stati Uniti, ma fu soprattutto la conseguenza dei prestiti contratti dai paesi in deficit per evitare perdite di riserve.

TABELLA 5

VARIAZIONI NELLE RISERVE INTERNAZIONALI (\*) DEI PAESI  
IMPORTATORI E ESPORTATORI DI PETROLIO: 1972-1974

Aree e periodi	Oro	Valuta estera	Posizioni di riserva presso il FMI	DSP	Totale
	(milioni di dollari USA)				
Paesi importatori di petrolio					
1972 . . . . .	— 390	+ 20.080	— 135	+ 2.895	+ 22.450
1973 . . . . .	+ 4.160	+ 15.300	+ 515	+ 1.145	+ 21.120
1974 . . . . .	+ 520	+ 1.750	+ 1.450	+ 180	+ 3.900
Consistenze alla fine del 1974 . . . . .	42.220	110.450	8.495	10.430	171.595
Paesi esportat. di petrolio**					
1972 . . . . .	— 5	+ 3.155	+ 55	+ 160	+ 3.365
1973 . . . . .	+ 160	+ 4.365	+ 110	+ 45	+ 4.680
1974 . . . . .	+ 55	+ 34.410	+ 1.935	+ 40	+ 36.440
Consistenze alla fine del 1974 . . . . .	1.485	50.335	2.335	415	54.570

(\*) Comprese variazioni di stime.

(\*\*) Ecuador, Venezuela, Iran, Iraq, Kuwait (riserve tenute dalla Banca centrale più quelle, stimate dalla BRI, tenute dal governo), Oman, Arabia Saudita, Indonesia, Algeria, Libia e Nigeria. Per Bahrein, Qatar ed Emirati Arabi Uniti sono considerate soltanto le posizioni di riserva presso il FMI.

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

La domanda di riserve dei paesi importatori di petrolio può aumentare di pari passo con il crescere dei loro deficit ed essi possono cercare di prendere a prestito riserve addizionali. Nei prossimi anni la consistenza delle riserve mondiali può aumentare a causa di un diffuso e crescente timore di trovarsi a corto di riserve. L'aumento di 3,9 miliardi di dollari delle riserve internazionali dei paesi in deficit petrolifero, aumento ottenuto grazie a maggiori prestiti, può

perciò essere un riflesso di questo timore e di una correlativa accresciuta domanda di riserve. Un incremento di questo tipo delle riserve mondiali non è necessariamente inflazionistico; può anzi essere deflazionistico se l'aumento della domanda di riserve è superiore allo aumento dell'offerta. Inoltre, l'aumento di 36,4 miliardi di dollari delle riserve dell'OPEC nel 1974 può avere effetti diversi, in campo monetario, da quelli dell'aumento delle riserve nel triennio 1971-73, nella misura in cui i paesi esportatori di petrolio non emettano moneta nazionale in contropartita dei dollari e delle riserve da essi accumulati. Gli effetti dell'aumento delle riserve dell'OPEC dipenderanno cioè dall'espansione monetaria interna di questi paesi (22).

### V. Altri fattori che influiscono sulla liquidità mondiale

Nell'*Annual Report* per il 1974, il FMI esamina il rapporto tra riserve e importazioni per un campione di sessanta paesi nel periodo 1954-73. Questo rapporto è diminuito costantemente, tranne che nel 1958 e nel 1961, da più del 75 per cento del 1954 al 28 per cento del 1970. Secondo alcuni autori, questa diminuzione indica la necessità di addizionali provviste di riserve internazionali.

Questa tesi non è tuttavia del tutto convincente. In primo luogo, se si utilizza il suddetto rapporto per concludere che la domanda di riserve è in eccesso rispetto all'offerta, si assume implicitamente che il rapporto tra riserve internazionali e importazioni (o il suo reciproco: la velocità di tali riserve) sia una costante. In secondo luogo, se i cambi fluttuanti di fatto riducono la domanda di riserve, qualsiasi rapporto ricavato dai dati relativi al regime precedente la fluttuazione tende a sovrastimare la domanda corrente di riserve ufficiali. In terzo luogo, se il prezzo di mercato dell'oro è superiore al

(22) Negli anni 1971-73 le Banche centrali straniere acquistarono dollari pagandoli in valuta nazionale. L'accumulazione di riserve internazionali da parte della Banca Nazionale Svizzera e della Banca Federale Tedesca si accompagnò quindi con una aumentata circolazione di franchi e di marchi. Per contro, la Banca Nazionale dell'Arabia Saudita non emette rial contro dollari e alla sua accumulazione di riserve non corrisponde necessariamente un'espansione della moneta interna. Di fatto, l'Arabia Saudita e forse il Kuwait stanno sterilizzando le riserve accumulate. Naturalmente, alcuni dei paesi dell'OPEC, come il Venezuela, stanno probabilmente aumentando l'offerta di moneta esattamente come i paesi non OPEC. Nella misura in cui la circolazione monetaria di taluni paesi OPEC non si espande con l'accumularsi delle riserve, le conseguenze monetarie non sono inflazionistiche, e possono anzi essere deflazionistiche. Cfr. GOTTFRIED HABERLER, « Remarks at the Japan-U.S. Assembly Meeting », aprile 1975.

prezzo ufficiale, le stime della liquidità mondiale che calcolano l'oro delle Banche centrali al prezzo ufficiale tendono a sottovalutare la liquidità potenziale.

Per contro, la redistribuzione di riserve, nei prossimi anni, dai paesi in deficit all'OPEC può portarci o a sopravvalutare l'offerta disponibile o a sottovalutare la relativa crescita della domanda. Le stime della liquidità mondiale mettono insieme le riserve dei paesi esportatori e quelle dei paesi importatori di petrolio; ma la redistribuzione di riserve riduce la liquidità dei paesi in deficit, anche se la quantità globale delle riserve resta immutata. Infine, la domanda di riserve dei paesi in deficit può aumentare di pari passo con i loro crescenti deficit; e può aumentare anche più rapidamente dell'offerta.

Le attività liquide internazionali detenute da privati sono più che raddoppiate nel periodo 1968-73, sono cioè cresciute quasi allo stesso ritmo delle riserve ufficiali. Per quanto possedute da privati, queste attività liquide internazionali possono essere usate, in aggiunta alle attività di riserva ufficiali, per finanziare deficit dei pagamenti con l'estero. Ciò suggerirebbe di considerare insieme i due tipi di attività. Senonché, la disponibilità delle attività dei privati a finanziare squilibri dei pagamenti può essersi in parte ridotta qualora i cambi fluttuanti abbiano fatto aumentare la domanda privata di liquidità internazionale (cfr. tab. 6).

Alcuni dei provvedimenti presi nel 1973 per restringere le esportazioni, abolire restrizioni all'importazione, limitare gli afflussi di capitale e liberalizzarne il deflusso, potevano essere interpretati come indicativi di un'abbondanza di riserve mondiali rispetto all'offerta. Questa sensazione di adeguatezza delle riserve internazionali può essere sostanzialmente mutata alla fine del 1973, quando talune di quelle politiche furono invertite. Una sensazione di scarsità è anzi subentrata nel 1974, quando paesi in deficit presero misure restrittive delle importazioni, aumentarono i prestiti ufficiali per limitare le perdite di riserve, si preoccuparono di rendere massimo l'accesso alla *oil facility* del FMI e di mobilitare le riserve auree al prezzo più elevato possibile. Questa sensazione di inadeguatezza delle riserve internazionali può essere stata accentuata dalla riduzione del valore reale delle riserve derivante dal deprezzamento delle valute di riserva e dall'accelerarsi dell'inflazione mondiale (23).

(23) Cfr. « Development in World Liquidity », secondo capitolo del 1974 *IMF Annual Report*, pagg. 41-6.

TABELLA 6

STIMA DELLA LIQUIDITÀ INTERNAZIONALE PRIVATA  
E RISERVE UFFICIALI: 1964-1974

Anno	Liquidità internazionale privata	Riserve ufficiali
	(miliardi di dollari USA)	
1964 . . . . .	24,4	70,3
1965 . . . . .	27,3	72,4
1966 . . . . .	32,9	73,2
1967 . . . . .	36,9	74,3
1968 . . . . .	49,5	77,4
1969 . . . . .	71,6	78,1
1970 . . . . .	74,4	92,5
1971 . . . . .	76,7	132,7*
1972 . . . . .	96,1	158,4*
1973 . . . . .	126,1	182,6*
1974 . . . . .	n.d.	218,2*

FONTE: *Annual Report* del FMI, 1974 e 1975.

(\*) Questi dati ricavati dagli *Annual Report* del FMI differiscono leggermente dal totale delle attività di riserva indicato per questi stessi anni nella Tab. 1 e ricavati dalla *Relazione* della Banca dei Regolamenti Internazionali.

### Conclusioni

Negli ultimi anni la consistenza delle riserve internazionali si è accresciuta molto rapidamente ed è stata accompagnata da un accelerarsi dell'espansione monetaria mondiale e da un balzo del tasso d'inflazione. Lasciando da parte relazioni di causa e effetto, è chiaro che il triplicarsi delle riserve globali è stato un fattore che ha favorito il movimento inflazionistico internazionale.

Alcuni degli avvenimenti degli ultimi due anni possono incidere in modo significativo sulle prospettive in questo campo.

L'adozione nel 1973 di cambi fluttuanti può aver ridotto la domanda di riserve, trasformando una parte delle riserve in riserve in eccesso; ciò potrebbe dar luogo ad un nuovo accelerarsi dell'espansione monetaria e ad un nuovo temporaneo aggravarsi dell'inflazione. Per contro, i cambi fluttuanti consentono alle autorità monetarie di

riacquistare il controllo sulla quantità di moneta interna; in questo senso, il nuovo regime dei cambi può essere una condizione necessaria, anche se non sufficiente, per una espansione monetaria non inflazionistica e una riduzione dell'inflazione mondiale.

Un secondo recente avvenimento di indubbia importanza è il fortissimo aumento del prezzo dell'oro, che può far aumentare le riserve mondiali di oltre 100 miliardi di dollari. Le discussioni sull'oro sono state intense tra i governi occidentali, e il FMI ha di recente annunciato un accordo che dovrebbe portare all'eliminazione dell'oro dal sistema monetario. Le riserve auree ufficiali possono però essere rivalutate in modo da riflettere il prezzo corrente di mercato. E' perciò possibile un incremento delle basi monetarie e della liquidità mondiale, a meno che non intervengano provvedimenti « neutralizzatori ».

L'aumento del prezzo del petrolio è un altro fattore che influisce sull'inflazione mondiale con i suoi effetti sulla domanda, l'offerta e la distribuzione delle riserve internazionali. I paesi in deficit possono desiderare maggiori riserve per finanziare gli sbilanci di parte corrente; ciò può tradursi in un ulteriore aumento delle riserve globali. Queste, d'altra parte, possono aumentare o diminuire a seconda del modo in cui l'OPEC sceglie di tenere le proprie attività, a seconda cioè che le investa nei mercati delle euromonete o nel paese di emissione. Tutto considerato, è probabile che le vicende petrolifere si traducano in un'accresciuta domanda di riserve per finanziare gli attesi deficit petroliferi e in un certo incremento dell'offerta.

Negli ultimi anni la distribuzione delle riserve globali è peggiorata; e la domanda di riserve internazionali da parte dei paesi con deficit petroliferi è oggi probabilmente in aumento. Questa domanda potrebbe essere soddisfatta con prestiti ufficiali e con un continuo aumento della componente in valute estere delle riserve internazionali; anche una rivalutazione delle riserve auree ufficiali tenderebbe a far aumentare lo stock di riserve. Il persistere di cambi fluttuanti tenderebbe, d'altra parte, a far diminuire la domanda di riserve.

Coloro che si preoccupano di una scarsità di riserve pongono in risalto il declino del valore reale delle riserve globali conseguente all'inflazione e i disavanzi petroliferi che possono dar luogo a un certo aumento della domanda relativamente all'offerta. I provvedimenti presi nel 1974 dai paesi in deficit per restringere le importa-

zioni, accrescere i prestiti esteri, accedere alla *oil facility* del Fondo Monetario, mobilitare le riserve auree possono essere interpretati come indici di una sensazione di scarsità di riserve rispetto agli anni precedenti.

Finora non ci sono sintomi di politiche deflazionistiche inappropriate, dettate da scarsità di riserve. Al contrario, alcuni paesi hanno fatto largo ricorso alle riserve per prevenire una svalutazione della propria moneta. Le restrizioni all'importazione non si sono estese a paesi che non soffrono di ampi deficit non petroliferi; e l'adozione di tassi di cambio fluttuanti ha ridotto gli squilibri delle bilance dei pagamenti e le necessità di riserve di numerosi paesi.

In definitiva, la liquidità mondiale può essere soggetta a forze contrastanti. Il passaggio a un regime di fluttuazione dei cambi tenderebbe a ridurre la domanda di riserve internazionali, e l'aumento del prezzo dell'oro ad accrescerne l'offerta; l'operare simultaneo di questi due fattori dà luogo ad un incremento dell'offerta rispetto alla domanda e fa pensare a un potenziale aumento delle riserve in eccesso e al pericolo che torni ad accelerarsi l'inflazione mondiale. I deficit petroliferi tendono a far aumentare sia la domanda che l'offerta di riserve, con un aumento maggiore per la domanda; a parità di altre condizioni, gli avvenimenti petroliferi suggerirebbero un potenziale problema di scarsità di riserve e politiche deflazionistiche in alcuni paesi.

L'anno scorso queste forze contrastanti possono essersi annullate. Ma non c'è nessun motivo intrinseco per cui i deficit petroliferi debbano far crescere la domanda di riserve internazionali nella esatta misura in cui il prezzo dell'oro e il regime di fluttuazione ne possono far crescere l'offerta. Una rivalutazione dell'oro può dar luogo ad un improvviso aumento delle riserve che probabilmente non sarebbe controbilanciato dall'azione di altri fattori che ne fanno aumentare la domanda; potrebbe quindi sorgere un problema inflazionistico potenzialmente serio che occorre aver ben presente. Se invece dovessero prevalere gli effetti delle vicende petrolifere e il mondo avvertisse una scarsità di liquidità internazionale, bisognerebbe essere pronti ad affrontare i pericoli deflazionistici che ne potrebbero derivare.

DAVID I. FAND