

WORLD GOLD CONFERENCE
FINANCIAL TIMES

GOLD IN THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM

Venice, June 22, 1987

It is a pleasure and a privilege to address this World Gold Conference. After several years during which gold was rather out of the limelight, there has recently been a certain renewal of interest. Uncertainty about the world economic order -- rooted in the debt problems of many developing countries, the huge payments imbalances between the leading industrial countries and the persistent weakness of the dollar -- has combined with fears of a rekindling of inflation to raise the price of gold by nearly 15 per cent this year, to around 450 dollars per ounce.

There are therefore good reasons for examining the role and prospects of gold in the international financial system. This analysis can be approached either from the standpoint of private investors or from that of central banks. I have been asked to take the second standpoint and discuss gold's monetary role. Even though net additions to monetary gold have been almost negligible in the last few years, official stocks still amount to about 1,150 million ounces and account for nearly 40 per cent of the world's gold.

I shall start by briefly reviewing the role played by gold in the international monetary system and then examine its prospects in the light of a multiple-asset reserve system.

1. The monetary history of gold is an eventful one, marked by exits and unexpected reappearances. Though gold was an early medium of exchange and store of value, a fully-

fledged international gold standard only emerged at the end of the last century. It lasted until the First World War and then had a brief revival in the late twenties. After the Second World War gold was again used to underpin the international monetary order. But this arrangement was not to last either. After ensuring stability for over a decade, strains emerged and gold was pushed off the monetary stage in August 1971.

If we look at the history of gold, the shortcomings appear to outweigh the advantages for its role as the linchpin of the international monetary system. Its alleged automatic adjustment prerogatives were never really as important as the coordination of economic policies. Furthermore, its very quality of being in limited supply often prevented it from meeting the needs of trade expansion and economic growth with stable prices.

Under the gold standard, the national monetary unit was defined in terms of a fixed quantity of gold; the central bank or the Treasury undertook to buy and sell gold at the official price in terms of the national currency; gold was freely coined and gold coins formed a significant part of currency in circulation; gold could be freely imported and exported. In turn, these conditions implied nearly fixed exchange rates between the currencies of countries on the gold standard.

In this system, the traditionally theorized "automatic" adjustment of external disequilibria rested on the assumption that domestic prices and wages were perfectly flexible. Under this assumption, the money flows associated with international settlements of such

imbalances rapidly cause prices to adjust, restoring a competitive price and cost pattern without affecting output and employment. In reality, discount rate policy played a key role in the adjustment mechanism under the gold standard. Prompt changes in domestic interest rates induced both compensatory capital movements from the surplus to the deficit countries and reduced the need for significant adjustments of prices and costs. Harmonization of national monetary and credit policies was based far less on ex post corrective action -- which required national price and wage levels to be highly flexible, both upwards and downwards -- than on maintenance ex ante of monetary policies that avoided the emergence of large cost disparities. There is also evidence that changes in the composition of money during the gold standard period (i.e. a rapid growth of "paper" money matched by a fast decline of gold and silver in circulation) helped smooth out the money supply swings that fluctuations in the supply of gold would otherwise have caused.

The financing of the First World War and the subsequent reconstruction caused both the fiat money liabilities of central banks and inflation to rise sharply, while the production of gold tended to slow down. The supply of money thus soared in relation to the stock of official gold and convertibility was suspended in nearly every country.

In the twenties, efforts were made to rebuild an efficient financial system after the upheavals of the war. Central banks supplemented their gold reserves with convertible currencies (basically dollars and pounds sterling) in order to "economize" on the use of monetary

gold. The aim was to create a monetary order combining an adjustment mechanism based on fixed exchange rates -- in line with the traditional gold standard -- with scope for discretion in the conduct of monetary policy, thus loosening the physical constraints imposed on total means of payment by the supply of gold.

But the re-establishment of gold parities in the inter-war period responded in many cases to considerations of prestige and ignored the clear signs of downward rigidity that prices and costs were showing. In the United Kingdom, the restoration of the pre-war parity in 1925 was considered necessary for London to regain its central role in the international financial and commercial system. However, other countries, like France, established a parity well below the one prevailing before the war. The adoption of "arbitrary" gold parities put great strains on domestic economies and on the pattern of international payments.

Apart from this, the system had an intrinsic deflationary bias. Indeed, the production of gold fell short of that needed to ensure monetary creation on a scale permitting adequate economic growth with stable prices. During the thirties, in an attempt to protect employment, maintain a minimum level of output and limit the use of gold as a means of international settlements, countries introduced a variety of protectionist measures and engaged in competitive devaluations, multiple exchange rates and preferential clearing systems.

At Bretton Woods it was not considered necessary to make radical changes in the system of mixed reserves (gold plus foreign currency) that had prevailed between the wars.

Indeed, it was believed that the difficulties encountered with the gold-exchange standard could be overcome through adequate cooperation between the major countries and, in particular, between the reserve centres. The leading country, the United States, was committed to maintaining the gold convertibility of its currency; the other countries undertook to maintain their exchange rates within narrow margins (± 1 per cent) of agreed dollar parities. The task of overseeing the smooth working of the system and the respect of formal exchange rate obligations was entrusted to the International Monetary Fund.

In the early years the system was stable -- but then, so was US economic policy. Moreover, the scope for capital movements was limited by the inconvertibility of most currencies. The system was nonetheless flawed by inherent weaknesses -- lucidly recognized by Triffin as early as the late fifties. Noting that the increase in the output of gold was not keeping pace with that in world trade, Triffin argued that the system was bound to lead either to excessive restraint for lack of reserves, if the United States maintained the convertibility of the dollar by keeping its official liabilities as a stable proportion of its gold holdings, or to a crisis of confidence followed by the suspension of convertibility, if the United States allowed its official liabilities to rise in line with trade and world demand for reserves.

The first strains emerged after the major currencies returned to convertibility in 1958. The continuous deficits in the US balance of payments in the early sixties caused America's official liabilities to grow within sight of its stock of gold, which had fallen in the

meantime to less than half of total official gold holdings (Table 1). Fears of a dollar devaluation spurred speculative purchases of gold. To relieve this pressure, the United States made it illegal for Americans to buy or hold gold abroad (a ban that remained in force until 1975), while the central banks of the major industrial countries informally agreed to refrain from buying gold in the market when demand was running high. Shortly afterwards, in March 1961, the same countries decided to create a gold pool with the aim of stabilizing the metal's price in private markets.

In the years that followed, the increase in international reserves was mainly in the form of convertible currencies. This expansion was accompanied by only modest growth in the official stock of gold. Increases in the holdings of Germany and especially France were offset, in spite of the support provided by the IMF, (1) by the erosion of those of the United Kingdom and, above all, of the United States. By the end of 1967 the US stock of official gold totaled 345 million ounces (equivalent to 12 billion dollars) and had been overtaken by America's official liabilities, which had risen to 18 billion dollars.

(1) On the occasion of the fourth general quota review in 1965, the IMF allowed the US and the UK to spread the gold payment of their quotas over five years. The IMF also made gold deposits with these two countries.

The 1967 foreign exchange crisis, which broke in the autumn with the devaluation of the pound sterling, coupled with the pressures generated by fears of other parity changes, caused private demand for gold to soar and increasingly strained the resources of the gold pool; in the middle of March 1968 the British authorities were forced to close the gold market.

It would, of course, have been possible to respond by raising the official price of gold, which would have increased the value of the official gold stock and helped America to cope with its external payments deficits. There were fears, however, that confidence in the dollar would suffer considerably from such a step.

An alternative would have been to accept a diminished role for gold in the international monetary system and to create an artificial "paper gold" instrument to underpin the system and regulate official liquidity. This approach was indeed to lead to the introduction of the SDR in 1969. The aim was to free liquidity creation from the vicissitudes of the US balance of payments and the physical constraints of gold production, thereby ensuring it would meet the needs of world trade and international adjustment.

However, the introduction of this "paper-gold" was undermined by lax financial policies in the United States, which provoked an overrapid expansion of international liquidity, fueled inflation, weakened the balance of payments and led to a loss of confidence in the dollar. Competitive fears of other major industrialized countries prevented the necessary appreciation of their currencies.

The huge interventions in foreign exchange markets could not be effectively sterilized: worldwide inflationary impulses were set in motion.

As far as gold is concerned, in March 1968 the major industrial countries (with the exception of France) agreed in Washington to set up a two-tier market. This was a major step towards the "demonetization" of gold. The expansion of international liquidity and the consequent divergence between the official and market prices of gold led, confirming Gresham's Law, both to wider use of the "bad currency" (the dollar) and to hoarding of the "good currency" (gold).

In August 1971 the suspension of dollar convertibility broke the technically tenuous, but psychologically important, links with the gold standard and brought the curtain down on Bretton Woods -- the system upon which international financial relationships had relied for over a quarter of a century.

2. With the switch to floating exchange rates, the international monetary system lost its anchor. Underlying the change was the belief in the US and elsewhere that floating would ease the external constraints imposed by the previous system.

During the seventies official attitudes to gold were ambiguous, reflecting the state of flux of international monetary relations. On the one hand, with the aim of gaining more flexibility in the management of economic policies, steps were taken to further "demonetize" gold and remove it altogether from the cast of the financial

system. Together with the erosion of the role of the United States in the world economy, this favoured the appearance of a multi-currency reserve system. On the other hand, the payments imbalances engendered by the oil price hike encouraged many countries, especially in Europe, to look for ways of mobilizing their gold reserves, whose market value was rapidly increasing.

The most important step towards the formal "demonetization" of gold was the accord reached by the Interim Committee at its meeting in Jamaica in January 1976 and incorporated in the Articles of Agreement of the IMF with the Second Amendment in 1978. In particular, this accord provided for: the elimination of gold as the common denominator of currencies' par values; the abolition of its official price (SDR 35 per ounce since 1971); and the abolition of the obligation for IMF member countries to pay quota increases and the interest on their drawings in gold.

In the summer of 1978, the price of gold rose to around \$200 per ounce and then continued to rise, despite US gold sales of about 12 million ounces during 1979. In January 1980 quotations reached a peak of \$850 per ounce. Apart from specifically political tensions, this flame-up in the price of gold can be attributed to the acceleration of inflation in the industrial countries, lack of confidence in the dollar and OPEC countries' increased purchases in the gold market.

Recognition of the inflationary risks inherent in a system without any exogenous disciplinary standard led a part of the academic community to consider a return to some kind of gold standard. Professor Mundell, for

example, argued that: "To prevent all countries from inflating together, there must be an outside medium. There must be a global anchor to provide a reference target to measure worldwide inflation and establish a ceiling on equilibrium prices. Gold (or convertible SDRs) would serve if it were convertible into national currencies and kept at a fixed price and limited supply. If the dollar is the principal international medium of exchange, there must be a convertibility requirement on it or some alternative discipline to limit the rate of expansion of the supply of dollars".

In June 1981 the US Congress set up a Gold Commission to study the feasibility of restoring the dollar's gold convertibility as a means of stabilizing prices and exchange rates. With much disagreement among its members the Gold Commission recommended against restoration of any formal monetary role for gold. However, it did not completely rule out the possibility of gold playing a bigger role if reasonable price stability and confidence in the dollar were not restored in the years ahead. On America's stock of gold, the Commission concluded that "while no precise level for the gold stock is necessarily 'right', the Treasury retains the right to conduct sales of gold at its discretion, provided adequate levels are maintained for contingencies". (2)

(2) Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems, March 1982, p. 13.

While the United States and the IMF were clearly oriented towards the demonetization of gold in the seventies, many countries were looking for ways to put their official gold to some use. In April 1974 the EEC agreed on transactions between the central banks of the member countries at market-related prices, while in June of the same year the G-10 countries signed an agreement permitting gold to be used as collateral for loans between central banks. An example of this arrangement is the \$2 billion loan that the Bundesbank granted to the Bank of Italy in 1974. In the following years, numerous swaps were set up using the same basic technique: a loan backed by gold valued at a discount on the market price; maintenance of the gold backing at a minimum level, by way of a commitment to provide additional gold in the event of its price falling, and interest accruing for the duration of the loan at rates linked to LIBOR.

With the inception of the European Monetary System in March 1979 a mechanism was introduced permitting the partial mobilization of official gold through the creation of ECUs against the deposit of gold, valued on the basis of market prices, with the European Monetary Co-operation Fund. The amount of official gold deposited by EEC countries has remained virtually unchanged at about 85 million ounces, while the corresponding deposits in dollars have varied to a greater extent. The ECUs created against gold in the first year of the EMS amounted to about 60 per cent of the total, while in the eighties this proportion has risen to about 75 per cent. The mechanism adopted by the EEC countries for the mobilization of official gold has entailed a significant increase in their official liquidity, further enhanced by the new mechanism for ECU

mobilization introduced in 1985.

Finally, it is worth noting that even though the stock of official gold has not changed significantly in the eighties, the monetary authorities of several countries have continued to make sales and purchases. (3)

3. What, then, are the prospects for gold in the international monetary system?

I do not believe that gold can be cast in a monetary role again -- either internationally as a benchmark for exchange rates and official liquidity creation or nationally, as an "outside" anchor for monetary policy and price stability.

(3) Canada and Portugal have both sold about 2 million ounces, while Finland has bought about 1 million ounces. Hungary sold about 1.5 million ounces in 1981 and 1982 and subsequently repurchased a similar amount, while the Philippines sold more than 1.5 million ounces in 1983 and bought over 2 million in the following years. Between 1982 and 1984 Latin American countries sold a total of 3.5 million ounces to meet a part of their debt service obligations; they subsequently replenished their gold reserves in 1985 and the first half of last year, only to draw heavily on them again in the autumn -- especially Brazil, which sold 1.2 million ounces, or more than one third of its total stock of official gold. For its part, Japan has recently made large purchases of gold to mint commemorative coins. Indeed, it is estimated that in 1986 private and official Japanese purchases accounted for over 40 per cent of the new production in the world (apart from the socialist countries). Last but not least, Belgium used part of its gold reserves this year to mint ECU coins.

Internationally, the major obstacle to the establishment of fixed exchange rates and a more "managed" system of liquidity creation is the conflict between the internal and external objectives and policies of the leading industrial countries. Gold cannot resolve this conflict, and its use would involve serious technical difficulties.

Any attempt to restore an official gold price would inevitably create strains in the payments system. It would hamper the expansion of trade if the price were fixed irrevocably, and lead to speculative crises if it could be changed according to circumstances. At all events, fixed exchange rates, whether or not underpinned by gold, can only be maintained if countries are willing to subordinate their domestic policies to this external goal, a condition that does not depend directly on reference to gold.

As for international liquidity, it would be very difficult to identify a gold price that would permit an adequate supply of international liquidity while avoiding the Charybdis of inflation and the Scylla of deflation. Indeed, such a price may not exist. (4) Past experience shows there is no reason why the exogenous variables of gold production and private demand should result in liquidity creation matching the needs of trade expansion

(4) Cf. R. Cooper, The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects, Brookings Papers on Economic Activity, no. 1, 1982).

and balance-of-payments adjustment.

In the past the anchor of monetary and exchange rate stability was really provided by the policies of the leading financial centre: London until the First World War; New York in the Bretton Woods system. We now live in a world where no such clear leadership exists or would be universally acceptable. The key to greater stability in exchange rates and international liquidity therefore lies in greater cooperation between the leading nations which, in turn, will all have to sacrifice some domestic autonomy.

I have even stronger doubts about the feasibility of reviving gold's role in domestic monetary management by requiring some form of gold backing for the money supply. Every central banker knows that monetary management has always required the exercise of judgment and discretion, and that "automatic pilots" do not exist. Monetary rules can be useful, and indeed have been useful in certain periods, as an operational guide and as an anchor for agents' expectations; they do not free central banks from having to decide whether to intervene and how much to accommodate or sterilize. Furthermore, financial innovation and the worldwide integration of financial markets have made it considerably more difficult to identify and control specific monetary aggregates. Gold backing would only complicate an already complex management task, with no obvious advantage for monetary policy decision-making.

And yet, in spite of these considerations, I do not feel that monetary authorities can simply ignore the existence of gold. Though not very liquid, gold still accounts for more than 40 per cent of official

international reserves with the industrial countries holding some 85 per cent. As an outside asset, whose value does not depend directly on any single country's policies or political decisions, gold is still regarded by many central banks as a "last line of defense", since it retains the quality of bestowing credibility on countries that possess substantial holdings. As long as the exchange rates of the key currencies remain unstable and inflation is perceived as an option that a major country could adopt to reduce its public debt burden, this property of gold and its attractiveness as a reserve asset will not disappear.

Indeed, in the long term, gold has yielded as much or more than the other main international reserve assets. In nominal dollar terms an investment in gold made in March 1973 had increased 4.3 times by the end of last year. In terms of dollars, an investment in yen would have appreciated by approximately the same amount (440 per cent), while an investment in either DM or US dollars would have increased 3.4 times (Chart 1).

I cannot help feeling some uneasiness, however, about the drawbacks inherent in maintaining resources frozen in an asset that does not help either to improve the stability of the international monetary system or to cope with other problems, such as economic growth. Indeed, in the past decade some useful mechanisms have been set up to put gold to better use.

As I have already indicated, the ECU creation mechanism shows that gold can be mobilized and international liquidity increased, at least temporarily, without countries necessarily having to dispose of their

holdings. Central banks can thus buttress their defenses against speculative pressure on exchange rates without new additions to official reserves. Similar mechanisms can be envisaged for increasing the reserves available to support concerted action to stabilize the exchange rates of the key currencies.

At the same time, gold could also play a role within the IMF. This organization's holdings still exceed 100 million ounces, a part of which could be used as collateral to enhance its fund-raising capacity. Some could even be sold, along the lines of the Trust Fund scheme set up at the end of the seventies, to provide concessional loans to low-income countries.

Thus, while gold has no magic power to restore exchange rate stability or regulate international liquidity, it would be premature to relegate official holdings to a bit part on the international monetary stage.

Table 1

Gold in International Official Reserves 1913-1986 (1)
(in per cent, end of period)

	1913	1928	1937	1950	1960	1970	1980	1986
Official gold as per cent of international official reserves (2)	85.4	75.7	91.4	68.8	63.6	41.3	59.9	44.5
Distribution of official gold among main groups of countries								
- Industrial countries	..	..	..	90.9	90.8	86.5	84.1	84.3
(United States)	(..)	(..)	(..)	(68.2)	(47.0)	(29.9)	(25.5)	(25.5)
(EEC countries)	(..)	(..)	(..)	(15.1)	(34.8)	(45.0)	(45.3)	(47.0)
- Oil exporting countries	..	..	..	2.2	1.9	3.2	3.9	4.2
- Non oil exporting countries	..	..	..	6.9	7.3	10.3	12.0	11.5
(Total)	..	..	..	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)

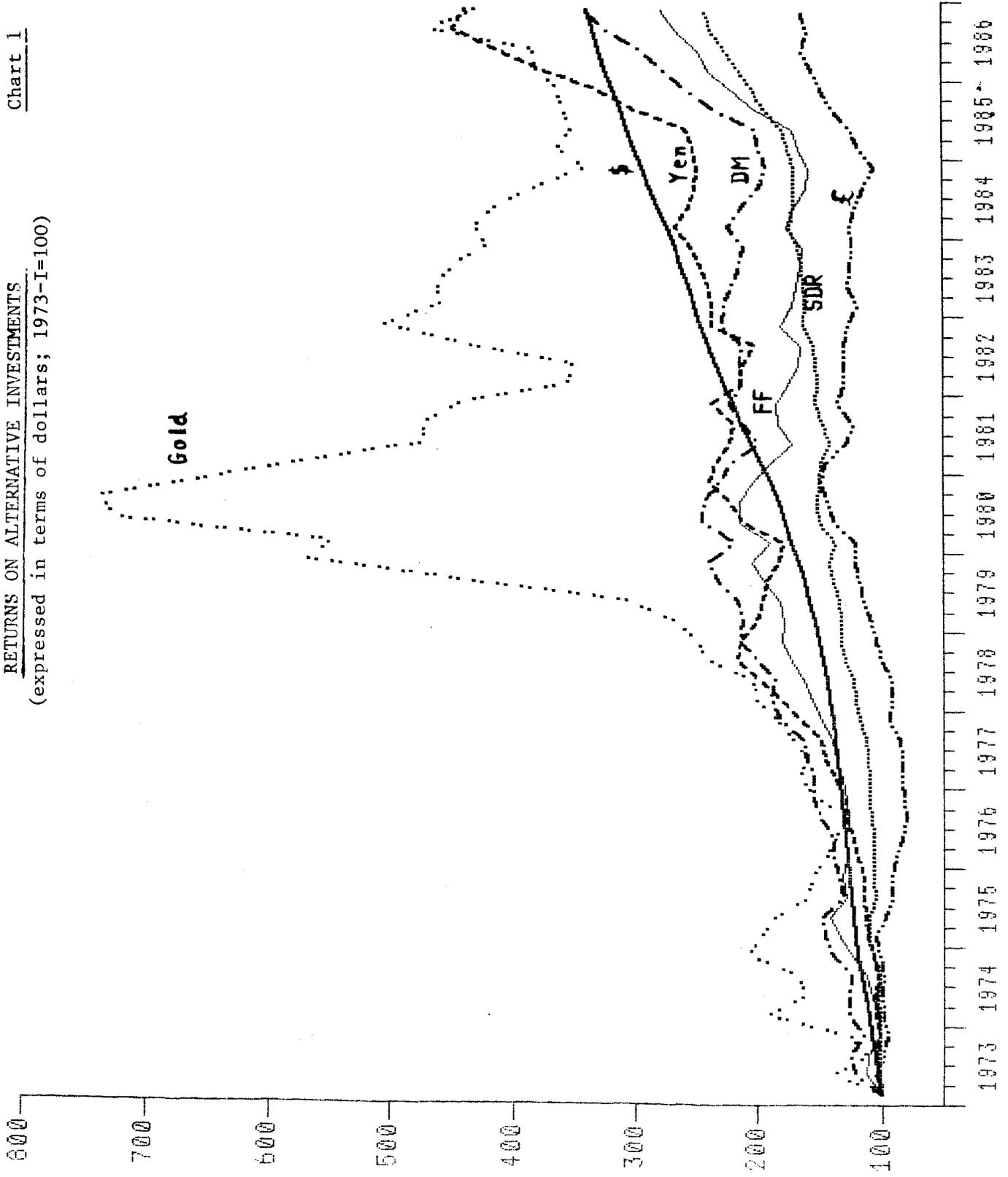
Sources: IMF and R. Triffin, The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives, Princeton Studies in International Finance, no. 12, 1964.

(1) Gold valued at 20.67 \$ an ounce for 1913 and 1928, at 35 \$ for 1937 and at market prices for the period 1950-1986.

(2) International official reserves = Gold + Foreign Exchange + SDR's + Reserve Position in the Fund.

Chart 1

RETURNS ON ALTERNATIVE INVESTMENTS
(expressed in terms of dollars; 1973-I=100)



L'oro nel sistema finanziario internazionale

Intervento alla Conferenza mondiale sull'oro

Venezia, 22 giugno 1987

E' un piacere e un privilegio per me avere l'occasione di intervenire a questa World Gold Conference. Dopo alcuni anni in cui l'oro sembrava essere uscito di scena, negli ultimi tempi si è riacceso l'interesse nei suoi confronti. L'incertezza sull'ordine economico mondiale, derivante dalla crisi debitoria di molti paesi in via di sviluppo, dagli enormi squilibri dei pagamenti tra i principali paesi industriali e dalla persistente debolezza del dollaro, si è combinata con i timori di un riaccendersi dell'inflazione: ne è risultato, nella prima parte di quest'anno, un aumento del prezzo del metallo di circa il 15 per cento, che ha così superato i 450 dollari per oncia.

Vi sono perciò buoni motivi per una disamina della funzione e delle prospettive dell'oro nel sistema finanziario internazionale; essa può essere condotta dal punto di vista sia degli investitori privati, sia delle banche centrali. Mi è stato chiesto di pormi in questa seconda ottica, e di esaminare il ruolo monetario del metallo giallo. Sebbene lo *stock* di oro ufficiale non sia praticamente aumentato negli ultimi anni, esso ammonta tuttora a 1.150 milioni di once, pari a circa il 40 per cento di tutto lo *stock* aureo mondiale.

Comincerò illustrando brevemente il ruolo dell'oro nel sistema monetario internazionale; esaminerò poi le sue prospettive, nel quadro di un sistema di riserve multivalutario.

1. La storia monetaria dell'oro è ricca di eventi, di uscite di scena, di inattesi ritorni. Sebbene

l'oro rappresenti uno dei più antichi mezzi di scambio e di conservazione del valore, un vero e proprio sistema monetario su di esso imperniato («*gold standard*») è emerso solo alla fine del secolo scorso. Esso è durato fino alla prima guerra mondiale e ha avuto un breve ritorno negli anni venti. Dopo la seconda guerra mondiale, l'oro è stato di nuovo posto a fondamento dell'ordine monetario internazionale. Tuttavia, gli accordi su cui si basava quell'ordine non dovevano durare a lungo. Dopo oltre un decennio di stabilità cominciarono a manifestarsi tensioni e l'oro uscì dalla scena monetaria internazionale nell'agosto del 1971.

Da un esame delle alterne vicende storiche dell'oro, gli svantaggi sembrano superare i benefici che esso ha arrecato al sistema monetario internazionale. Le sue presunte prerogative di aggiustamento automatico non sono state in realtà mai tanto importanti quanto lo è il coordinamento delle politiche economiche. Inoltre, la sua caratteristica fondamentale — un'offerta limitata — ha spesso impedito di assecondare l'espansione del commercio mondiale e lo sviluppo economico in un contesto di prezzi stabili.

All'epoca del *gold standard*, le singole valute nazionali erano espresse in quantità fisse di oro. Le autorità monetarie competenti, banche centrali o Tesoro, si impegnavano a comprare e a vendere il metallo al prezzo ufficiale in contropartita di moneta nazionale; monete auree venivano liberamente coniate e rappresentavano una parte considerevole del circolante; il metallo poteva essere

importato ed esportato liberamente. Queste condizioni implicavano, a loro volta, l'esistenza di tassi di cambio pressoché fissi tra le valute dei paesi partecipanti al *gold standard*.

In un siffatto sistema, il teorizzato aggiustamento automatico presupponeva che i prezzi e i salari fossero perfettamente flessibili. In tale ipotesi, infatti, i flussi monetari connessi con il regolamento internazionale degli squilibri provocavano un adeguamento rapido dei prezzi, ripristinando così condizioni di costo e di prezzo competitive, senza influire sulla produzione e sull'occupazione. In realtà, la politica del tasso di sconto svolgeva un compito cruciale nel meccanismo di aggiustamento del *gold standard*; tempestive variazioni dei tassi di interesse interni determinavano al tempo stesso movimenti di capitale compensativi dai paesi in avanzo a quelli in disavanzo e riducevano la misura dell'adeguamento di prezzi e costi. L'armonizzazione delle politiche monetarie e creditizie nazionali si basava non tanto su azioni correttive intraprese a posteriori, che implicavano una elevata flessibilità dei prezzi e dei salari in entrambi i sensi, quanto sul mantenimento ex-ante di politiche monetarie che evitassero l'insorgere di forti disparità di costo. L'evidenza empirica mostra che mutamenti nella composizione della massa monetaria durante il periodo del *gold standard* (vale a dire una sensibile crescita della moneta cartacea a fronte di una rapida diminuzione dell'oro e dell'argento in circolazione) hanno contribuito ad attenuare le oscillazioni della massa monetaria che si sarebbero altrimenti registrate in seguito a variazioni nell'offerta di oro.

Il finanziamento della prima guerra mondiale e del successivo sforzo di ricostruzione ha provocato un aumento delle passività delle banche centrali e dell'inflazione, mentre la produzione di oro ha mostrato una tendenza al ribasso. L'offerta di moneta è così aumentata in rapporto agli *stocks* aurei ufficiali e la convertibilità è stata sospesa in quasi tutti i paesi.

Negli anni venti furono compiuti sforzi per ripristinare un sistema finanziario efficiente, dopo gli sconvolgimenti prodotti dalla guerra. Le banche centrali, al fine di economizzare l'impiego dell'oro, affiancarono alle riserve auree alcune valute convertibili, principalmente dollari e sterline; il loro obiettivo era quello di istituire un ordine

monetario che unisse il meccanismo di aggiustamento basato sui cambi fissi, in linea con il tradizionale *gold standard*, all'esistenza di margini di discrezionalità nella condotta della politica monetaria, allentando così il vincolo fisico imposto dall'offerta d'oro sul totale dei mezzi di pagamento.

Il ritorno alle parità auree nel periodo tra le due guerre rispondeva in molti casi a esigenze di prestigio, che non tenevano conto delle evidenti rigidità verso il basso dei prezzi e dei costi. Nel Regno Unito, il ritorno, nel 1925, alla parità prebellica fu considerato condizione necessaria affinché Londra riconquistasse un ruolo centrale nel sistema finanziario e commerciale internazionale. Altri paesi tuttavia, come ad esempio la Francia, fissarono una parità ben al di sotto di quella prebellica. L'adozione di parità auree arbitrarie provocò numerose tensioni per le economie e per l'assetto dei pagamenti internazionali.

Al di là di queste considerazioni, il sistema presentava una tendenza intrinseca alla deflazione. In effetti, la produzione di oro risultò inferiore al livello necessario a garantire la creazione di mezzi monetari in misura sufficiente a consentire una adeguata crescita economica in un contesto di stabilità dei prezzi. Nel corso degli anni trenta, nel tentativo di proteggere l'occupazione, di mantenere un livello minimo di produzione e di limitare l'uso del metallo come mezzo di regolamento internazionale, numerosi paesi operarono svalutazioni competitive, introdussero misure protezionistiche, cambi multipli e sistemi di regolamento preferenziali.

Con il sistema di Bretton Woods non sembrò necessario apportare radicali innovazioni al sistema di riserva misto, basato sull'oro e sulle valute convertibili, che aveva caratterizzato il periodo tra le due guerre. Si riteneva infatti che le difficoltà del *gold-exchange standard* potessero essere superate attraverso un'adeguata cooperazione tra i principali paesi, in particolare tra quelli che erano centri di riserva. Il paese *leader*, gli USA, si impegnò a garantire la convertibilità aurea della propria moneta; gli altri a mantenere i propri tassi di cambio all'interno di una banda ristretta di fluttuazione (± 1 per cento) nei confronti del dollaro. Al Fondo monetario internazionale fu affidato il compito di assicurare la funzionalità del sistema e il rispetto degli obblighi di cambio formalmente assunti.

Nei primi anni del dopoguerra il sistema si dimostrò stabile poiché tale era la politica economica americana. Inoltre, l'inconvertibilità della maggior parte delle valute limitava le opportunità per i movimenti di capitale. Il sistema presentava tuttavia debolezze intrinseche, lucidamente messe in evidenza da Triffin già verso la fine degli anni cinquanta. Partendo dalla constatazione che la produzione d'oro non si manteneva allineata con l'espansione del commercio mondiale, Triffin giungeva alla conclusione che il sistema avrebbe necessariamente portato o ad una eccessiva restrizione per mancanza di riserve, qualora gli Stati Uniti avessero mantenuto la convertibilità del dollaro tenendo le passività ufficiali in linea con le riserve auree, o ad una crisi di fiducia nella valuta americana cui avrebbe fatto seguito la sospensione della convertibilità, nel caso in cui gli Stati Uniti avessero permesso alle passività ufficiali di assecondare nella crescita il commercio e la domanda mondiale di riserve.

I primi segni di tensione si manifestarono con il ritorno alla convertibilità delle principali valute, nel 1958. Il persistente disavanzo della bilancia dei pagamenti americana all'inizio degli anni sessanta fece sì che le passività ufficiali degli Stati Uniti crescessero in misura eccessiva rispetto alle loro riserve auree, scese nel frattempo a meno della metà dello *stock* aureo ufficiale complessivo (tav. 1). I timori di una svalutazione del dollaro provocarono acquisti speculativi del metallo. Per allentare la pressione gli USA introdussero il divieto per i residenti di acquistare o detenere oro all'estero (divieto che è rimasto operante fino al 1975), mentre le banche centrali dei principali paesi industriali conclusero un accordo informale con cui si impegnavano a non acquistare oro sul mercato in momenti di maggior tensione. Nel marzo 1961, gli stessi paesi decisero la creazione del «pool dell'oro» allo scopo di stabilizzarne il prezzo sul mercato privato.

Tav. 1

Quota percentuale dell'oro nelle riserve ufficiali internazionali 1913-1986 (1)
(fine periodo)

	1913	1928	1937	1950	1960	1970	1980	1986
Oro ufficiale in percentuale delle riserve ufficiali internazionali (2)	85,4	75,7	91,4	68,8	63,6	41,3	59,9	44,5
Distribuzione dell'oro ufficiale tra i principali gruppi di paesi								
— Paesi industriali .....	..	..	..	90,9	90,8	86,5	84,1	84,3
USA .....	..	..	..	68,2	47,0	29,9	25,5	25,5
Paesi CEE .....	..	..	..	15,1	34,8	45,0	45,3	47,0
— Paesi esportatori di petrolio .....	..	..	..	2,2	1,9	3,2	3,9	4,2
— Paesi non esportatori di petrolio .....	..	..	..	6,9	7,3	10,3	12,0	11,5
Totale . . .				100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonti: FMI e R. Triffin, *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton Studies in International Finance, n. 12, 1964.

(1) Oro valutato a 20,67 \$ l'oncia per il 1913 e il 1928, a 35 \$ per il 1937 e a prezzi di mercato per il periodo 1950-86. — (2) Riserve ufficiali internazionali = Oro + valute estere + DSP + posizione di riserva sul Fondo.

Negli anni successivi l'espansione delle riserve internazionali avvenne prevalentemente sotto forma di valute convertibili, con una crescita della componente aurea modesta. All'aumento di quest'ultima nella Germania federale e, in particolare, in Francia si contrappose, nonostante il sostegno fornito dal Fondo monetario

internazionale (1), una diminuzione in Gran Bretagna e, soprattutto, negli Stati Uniti. Alla fine del 1967 lo *stock* aureo ufficiale americano ammontava a 345 milioni di onces, pari a 12 miliardi di dollari, cifra inferiore al totale delle passività ufficiali degli USA, nel frattempo salite a 18 miliardi di dollari.

La crisi valutaria dell'autunno 1967, innescata dalla svalutazione della sterlina, unitamente alle tensioni derivanti dai timori di possibili mutamenti di altre parità, causò un forte aumento della domanda di oro che pose sotto crescente pressione le riserve del «pool»; a metà marzo 1968 le autorità inglesi furono costrette a chiudere il mercato.

Ovviamente sarebbe stato possibile contrastare quelle pressioni aumentando il prezzo ufficiale dell'oro, innalzando così il valore complessivo delle riserve auree ufficiali e aiutando gli Stati Uniti a fronteggiare i disavanzi nei pagamenti con l'estero. Tuttavia, si temeva che un tale provvedimento avrebbe minato la fiducia nel dollaro.

Una soluzione alternativa poteva essere quella di accettare un ridimensionamento del ruolo dell'oro nel sistema monetario internazionale e la creazione di uno strumento artificiale di «oro-carta» per sostenere il sistema e regolare la liquidità ufficiale. Questa soluzione condusse di fatto all'introduzione del diritto speciale di prelievo (DSP) nel 1969. L'obiettivo era quello di svincolare la creazione della liquidità internazionale dall'andamento della bilancia dei pagamenti americana e dal limite fisico della produzione aurea, consentendo così di soddisfare le esigenze del commercio mondiale e dell'aggiustamento internazionale.

Ciononostante, l'introduzione dell'oro-carta fu minata da politiche finanziarie non rigorose seguite negli Stati Uniti, che provocarono una rapida espansione della liquidità internazionale, alimentarono l'inflazione, indebolirono la bilancia dei pagamenti e causarono una certa sfiducia nel dollaro. I timori degli altri maggiori paesi industriali di perdere competitività furono di ostacolo alla necessaria rivalutazione delle loro monete. Gli ampi interventi sui mercati dei cambi non poterono essere efficacemente sterilizzati; impulsi inflazionistici si propagarono a livello mondiale.

Per quanto riguarda l'oro, nel marzo del 1968 i paesi industriali, con l'eccezione della Francia, concordarono a Washington l'istituzione di un doppio mercato, compiendo un passo importante verso la demonetizzazione del metallo. L'espansione della liquidità internazionale e la conseguente divergenza tra il prezzo ufficiale e quello di mercato, confermando la legge di Gresham, provocarono un più ampio uso della «moneta cat-

tiva» (il dollaro) e la tesaurizzazione di quella «buona» (l'oro).

Nell'agosto del 1971 la sospensione della convertibilità del dollaro ruppe il legame, tecnicamente labile ma psicologicamente importante, con il *gold standard* e calò il sipario sul sistema di Bretton Woods, sul quale si erano basate le relazioni finanziarie internazionali per oltre un quarto di secolo.

2. Con il passaggio ai cambi fluttuanti, il sistema monetario internazionale ha perduto un'ancora di riferimento; sotteso al mutamento vi era il convincimento, diffuso negli Stati Uniti e altrove, che la fluttuazione dei cambi avrebbe allentato il vincolo esterno caratteristico del sistema precedente.

Nel corso degli anni settanta, l'atteggiamento delle autorità ufficiali verso l'oro risultò ambiguo, in conseguenza della situazione delle relazioni monetarie internazionali. Da un lato, allo scopo di riguadagnare una maggiore flessibilità nella condotta della politica economica, furono assunti provvedimenti per una ulteriore demonetizzazione dell'oro, riducendone il ruolo nel sistema. In presenza di un ridimensionamento del peso degli Stati Uniti nell'economia mondiale, ciò favorì il nascere di un sistema di riserva multivalutario. Dall'altro lato, gli squilibri nei pagamenti provocati dall'aumento del prezzo del petrolio stimolarono molti paesi, in particolare quelli europei, a ricercare modalità di mobilitazione delle riserve auree, il cui valore di mercato stava notevolmente aumentando.

Il principale passo verso la demonetizzazione formale del metallo fu l'accordo raggiunto in occasione della riunione dell'Interim Committee tenutasi in Giamaica nel gennaio del 1976, accordo poi incorporato negli Statuti del FMI con il Secondo emendamento del 1978. In particolare, l'accordo prevedeva l'eliminazione dell'oro quale denominatore comune delle parità di cambio, l'abolizione del suo prezzo ufficiale (fermo a 35 DSP per oncia dal 1971), la rimozione dell'obbligo per i paesi membri del Fondo di corrispondere in oro gli aumenti delle quote e i pagamenti per interessi sui tiraggi.

Nell'estate del 1978 il prezzo dell'oro raggiunse i 200 dollari l'oncia, continuando ad aumentare, nonostante le vendite per circa 12 mi-

lioni di onces da parte degli Stati Uniti nel 1979. Nel gennaio del 1980 il prezzo raggiunse il massimo di 850 dollari l'oncia. Al di là di tensioni politiche specifiche, questa impennata può essere ricondotta all'accelerazione del processo inflazionistico nei paesi industriali, alla mancanza di fiducia nel dollaro e agli accresciuti acquisti del metallo da parte dei paesi dell'OPEC.

Il riconoscimento dei rischi inflazionistici insiti in un sistema privo di meccanismi esogeni di disciplina indusse una parte della comunità accademica a considerare la possibilità di un ritorno a qualche forma di *gold standard*. Il prof. Mundell, per esempio, riteneva che «per evitare che tutti i paesi muovano verso l'inflazione occorre che esista un mezzo esterno. Deve esistere un'ancora globale che rappresenti un punto di riferimento per la misurazione dell'inflazione mondiale e per stabilire un tetto ai prezzi di equilibrio. L'oro (o i DSP convertibili) potrebbe essere utile a tale scopo qualora fosse convertibile nelle valute nazionali e se il suo prezzo fosse mantenuto fisso, con un'offerta limitata. Se il dollaro è il principale strumento degli scambi internazionali, deve esistere per esso un obbligo di convertibilità o una qualche disciplina alternativa in grado di limitare il tasso di espansione dell'offerta di dollari».

Nel giugno 1981 il Congresso americano istituì una «Gold Commission» allo scopo di studiare la possibilità di un ripristino della convertibilità del dollaro in oro intesa come strumento di stabilizzazione dei prezzi e dei tassi di cambio. La Commissione, pur con notevole disaccordo al suo interno, si dichiarò contraria alla reintroduzione di un formale ruolo monetario per l'oro; tuttavia, essa non esclude del tutto la possibilità che il metallo svolgesse un ruolo più significativo, ove negli anni a venire non fossero state ripristinate una ragionevole stabilità dei prezzi e la fiducia nel dollaro. Riguardo alle riserve auree americane, la Commissione affermò che «mentre non si può individuare un esatto livello dello *stock* aureo che possa ritenersi necessariamente «giusto», il Tesoro si riserva il diritto di effettuare vendite di oro a sua discrezione, a condizione di conservarne per ogni evenienza adeguati livelli» (2).

Mentre gli Stati Uniti e il Fondo monetario internazionale erano chiaramente orientati, negli anni settanta, verso la demonetizzazione dell'oro, molti paesi cercarono sistemi per poter utilizzare in qualche modo le loro riserve auree ufficiali.

Nell'aprile del 1974 la Comunità europea raggiunse un accordo sulle transazioni tra le banche centrali dei paesi membri sulla base di prezzi legati alle quotazioni di mercato, mentre nel giugno dello stesso anno i paesi del G-10 sottoscrissero un accordo che consentiva l'uso dell'oro come garanzia per i prestiti tra banche centrali. Un esempio di questo accordo è la linea di credito di 2 miliardi di dollari concessa dalla Bundesbank alla Banca d'Italia nel 1974. Negli anni seguenti furono effettuati numerosi *swaps* utilizzando la stessa tecnica: un prestito garantito da oro valutato ai prezzi di mercato (con un leggero sconto); mantenimento della garanzia aurea a un determinato livello minimo, con l'impegno di fornire garanzie addizionali nel caso di diminuzione del prezzo del metallo; contabilizzazione degli interessi per la durata del prestito a tassi collegati al LIBOR.

Con l'entrata in vigore del Sistema monetario europeo nel marzo del 1979 fu istituito un meccanismo che consentiva la parziale mobilitazione delle riserve auree ufficiali attraverso la creazione di ECU a fronte di un deposito presso il FECoM di oro valutato sulla base dei prezzi di mercato. La quantità delle riserve auree ufficiali depositate dai paesi comunitari è rimasta virtualmente immutata ad un livello di circa 85 milioni di onces, mentre i corrispondenti depositi in dollari hanno subito notevoli variazioni. Gli ECU creati a fronte di oro nel corso del primo anno di funzionamento dello SME hanno rappresentato circa il 60 per cento del totale, mentre nel corso degli anni ottanta questa percentuale ha raggiunto il 75 per cento circa. Il meccanismo adottato dai paesi della CEE per la mobilitazione delle riserve auree ufficiali ha comportato un aumento significativo della loro liquidità ufficiale, ulteriormente incrementata dal nuovo meccanismo di mobilitazione dell'ECU istituito nel 1985.

Infine, vale la pena di notare che anche se lo *stock* di riserve auree ufficiali non è mutato in maniera significativa nel corso degli anni ottanta, le autorità monetarie di alcuni paesi hanno continuato ad effettuare vendite ed acquisti di oro (3).

3. Quali sono, dunque, le prospettive dell'oro nel sistema monetario internazionale?

Non credo che possa attribuirsi nuovamente all'oro un ruolo monetario, né sul piano interna-

zionale come parametro di riferimento per i tassi di cambio e per la creazione di liquidità ufficiale, né sul piano nazionale, come punto di riferimento «esterno» per la politica monetaria e per la stabilità dei prezzi.

Sul piano internazionale l'ostacolo principale all'istituzione di un sistema di tassi di cambio fissi o di un sistema più «controllato» di creazione di liquidità è rappresentato dal conflitto esistente tra gli obiettivi interni ed esterni e le politiche perseguite dai maggiori paesi industriali. L'oro non è in grado di risolvere questi conflitti e il suo uso implicherebbe notevoli difficoltà tecniche.

Ogni tentativo di ripristinare un prezzo ufficiale per l'oro creerebbe inevitabilmente tensioni nel sistema dei pagamenti. Da un prezzo non suscettibile di modifiche deriverebbero ostacoli all'espansione degli scambi commerciali; da un prezzo che fosse modificato secondo le circostanze scaturirebbero tensioni speculative. In ogni caso, un sistema di tassi di cambio fissi, sia esso sostenuto o meno dall'oro, può essere mantenuto solo se i paesi sono disposti a subordinare le proprie politiche interne all'obiettivo esterno, condizione questa che non dipende direttamente da un legame con l'oro.

Per ciò che concerne la liquidità internazionale, sarebbe assai difficile identificare un prezzo dell'oro che consentisse un'offerta adeguata di liquidità evitando al contempo la Cariddi dell'inflazione e la Scilla della deflazione. Di fatto, tale prezzo potrebbe non esistere (4). L'esperienza mostra che non c'è ragione perché le variabili esogene produzione di oro e domanda privata debbano garantire una creazione di liquidità che soddisfi le necessità dell'espansione degli scambi commerciali e quelle dell'aggiustamento delle bilance dei pagamenti.

Nel passato l'ancora della stabilità monetaria e valutaria era in realtà fornita dalle politiche dei più importanti centri finanziari internazionali, Londra fino alla prima guerra mondiale, New York nel sistema di Bretton Woods. Viviamo oggi in un mondo in cui non esiste, né forse sarebbe universalmente accettata, una siffatta *leadership*. Per una maggiore stabilità dei cambi e della liquidità internazionale, è perciò essenziale che si pervenga ad una più stretta cooperazione tra i maggiori paesi industriali, che dovranno rinunciare ad una parte della loro autonomia.

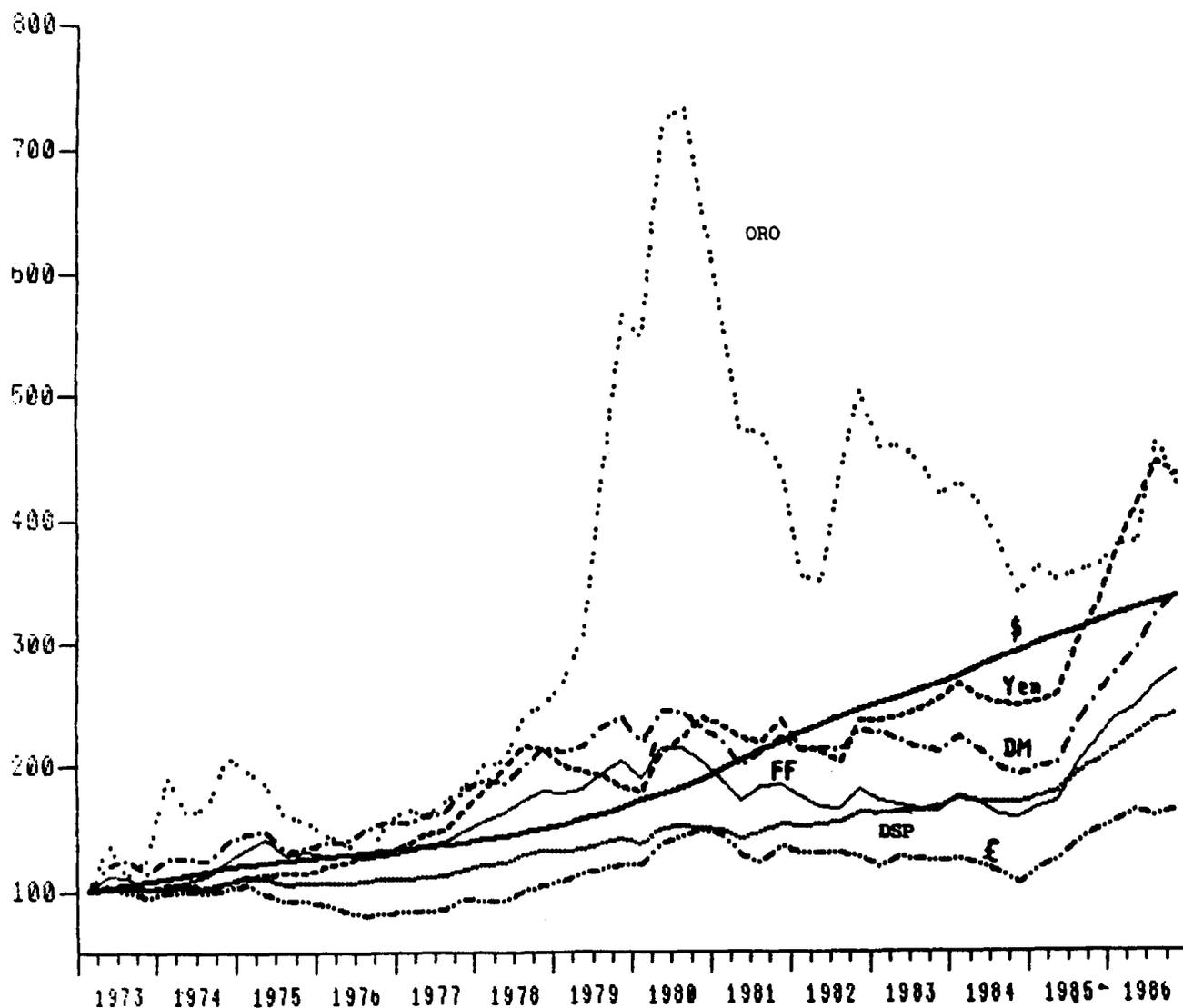
Personalmente, nutro dubbi ancora maggiori sulla possibilità di riattribuire all'oro un ruolo nella politica monetaria interna, istituendo una qualche forma di copertura della massa monetaria. Ogni banchiere centrale sa che il governo della moneta ha in ogni tempo richiesto capacità di giudizio e discrezionalità, e che non esistono «pilotti automatici». Regole monetarie possono essere utili, e di fatto lo sono state in alcuni periodi, come guida operativa e punto di riferimento per le aspettative degli operatori; esse tuttavia non esentano le banche centrali dal dover decidere se «intervenire» e in quale misura «accomodare» o «sterilizzare». Inoltre, l'innovazione e l'integrazione dei mercati finanziari a livello mondiale hanno reso assai più arduo identificare e controllare specifici aggregati monetari. Un sistema di copertura aurea finirebbe per rendere più difficile una gestione già assai complessa, senza apportare vantaggi al processo decisionale della politica monetaria.

Tuttavia, malgrado queste considerazioni, non credo che le autorità monetarie possano ignorare l'esistenza dell'oro. Sebbene non completamente liquido, l'oro rappresenta ancora oltre il 40 per cento delle riserve ufficiali; i paesi industriali ne detengono circa l'85 per cento. Come attività esterna il cui valore non dipende direttamente dalle decisioni e dalle politiche di alcun singolo paese, l'oro è tuttora considerato da molte banche centrali come «l'ultima linea di difesa», poiché conserva la caratteristica di salvaguardare la credibilità dei paesi che ne posseggono quantità notevoli. Fino a quando i tassi di cambio delle valute più importanti resteranno instabili e fino a quando l'inflazione sarà percepita come una scappatoia per ridurre l'onere del debito pubblico, questa caratteristica dell'oro e la sua appetibilità come attività di riserva non scompariranno.

Di fatto, nel lungo periodo l'oro ha fornito rendimenti pari o superiori a quelli delle altre principali attività di riserva internazionali. In termini di dollari, un investimento in oro effettuato nel marzo del 1973 è cresciuto, in valori nominali, di 4,3 volte alla fine del 1986. Sempre in termini di dollari, un investimento in yen avrebbe dato all'incirca lo stesso rendimento (440 per cento), mentre un investimento in marchi tedeschi o in dollari sarebbe aumentato di 3,4 volte (fig. 1).

Fig. 1

Rendimenti di investimenti alternativi
(espressi in termini di dollari; 1973-I = 100)



Non posso tuttavia nascondere un certo disagio per le conseguenze negative del mantenimento di risorse congelate in un tipo di attività che non contribuisce né a migliorare la stabilità del sistema monetario internazionale, né a risolvere altri problemi, come quello dello sviluppo economico. Di fatto, nell'ultimo decennio sono stati istituiti alcuni meccanismi atti a consentire un miglior utilizzo dell'oro.

Come ho già indicato, il sistema di creazione dell'ECU dimostra che l'oro può essere mobilitato e che la liquidità internazionale può essere aumentata, almeno temporaneamente, senza che i paesi debbano necessariamente rinunciare alle loro riserve. Le banche centrali possono così rafforzare le proprie difese contro le pressioni speculative sui cambi, senza dover incrementare le riserve ufficiali. Meccanismi di questo tipo possono

prospettarsi per aumentare le riserve disponibili a sostegno di azioni concertate per stabilizzare i tassi di cambio delle principali valute.

Allo stesso tempo, l'oro potrebbe inoltre svolgere un importante ruolo nell'ambito del FMI, che ne detiene più di 100 milioni di onces. Una parte di tali riserve potrebbe essere usata come garanzia per potenziare le capacità di raccolta del Fondo; un'altra potrebbe anche essere venduta, sulla scorta di quanto già fatto con il «Trust Fund» alla fine degli anni settanta, al fine di concedere crediti agevolati ai paesi a più basso reddito.

In conclusione, mentre da una parte si deve riconoscere che l'oro non possiede il potere magico di ripristinare la stabilità dei cambi o di regolare la liquidità internazionale, dall'altra sarebbe prematuro relegare le riserve auree ufficiali ad un

ruolo del tutto secondario sulla scena monetaria internazionale.

(1) In occasione della quarta revisione generale delle quote, nel 1965, il FMI consentì agli Stati Uniti e alla Gran Bretagna di ripartire su cinque anni il conferimento in oro relativo alla propria quota. Il Fondo effettuò inoltre depositi di oro presso questi due paesi.

(2) «Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems», marzo 1982, pag. 13.

(3) Il Canada e il Portogallo hanno venduto entrambi circa 2 milioni di onces, mentre la Finlandia ne ha acquistate 1 milione. L'Ungheria ha venduto circa 1,5 milioni di onces nel 1981 e 1982, riacquistandone in seguito un ammontare equivalente; le Filippine hanno venduto oltre 1,5 milioni di onces nel 1983, acquistandone oltre 2 milioni negli anni successivi. Tra il 1982 e il 1984 i paesi dell'America Latina hanno venduto un totale di 3,5 milioni di onces per far fronte ad una parte del servizio del debito; essi hanno in seguito ricostituito le proprie riserve auree nel 1985 e nella prima metà del 1986, ma solo per attingervi di nuovo pesantemente nel corso dell'autunno (specialmente il Brasile, che ha venduto 1,2 milioni di onces, pari ad oltre un terzo del totale delle proprie riserve auree ufficiali). Il Giappone ha di recente effettuato consistenti acquisti per coniare monete commemorative. Si stima che nel corso del 1986 gli acquisti privati e ufficiali da parte giapponese siano ammontati ad oltre il 40 per cento della nuova produzione mondiale (ad esclusione dei paesi socialisti). Da ultimo, il Belgio ha utilizzato parte delle proprie riserve nel corso di quest'anno per coniare monete denominate in ECU.

(4) Cfr. R. Cooper, *The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects*, Brookings Papers on Economic Activity, no. 1, 1982.