

Sistema monetario europeo e dollaro nel sistema monetario mondiale

I. Il "sistema" (?) monetario mondiale

Il sistema (o piuttosto il non-sistema) monetario mondiale funziona oggi in modo affatto contrario agli obiettivi cui dovrebbe servire:

1. esso ha portato ad una *inflazione* senza precedenti delle riserve monetarie mondiali, quadruplicate in termini di DSP nel corso degli anni 1970-80. In dollari, in undici anni sono aumentate di undici volte, tanto quanto erano cresciute in tutti gli anni e secoli precedenti a partire da Adamo ed Eva. La differenza tra le due stime è dovuta alle ampie fluttuazioni del dollaro, e soprattutto dei prezzi dell'oro — fluttuazioni che erano state ripetutamente proclamate inaccettabili dalle nostre più alte autorità monetarie e politiche, fermamente determinate a preservare la stabilità sia dei tassi di cambio sia del prezzo dell'oro (a \$ 35 l'oncia!), quali "pilastri incrollabili" di un sistema monetario internazionale che esse si dichiaravano pronte a modificare e a migliorare con qualsiasi *altra* riforma sembrasse opportuna.

2. Questi aumenti di riserve sono stati assorbiti:

a) in parte da ingenti profitti contabili delle banche centrali, che finora li hanno fortunatamente in larga misura sterilizzati ma che, se prevarranno gli assurdi comportamenti tradizionali, finiranno presto o tardi per accreditarli alle Tesorerie nazionali, facilitando così il finanziamento inflazionistico di enormi e persistenti disavanzi di bilancio in molti paesi;

b) e in parte da investimenti quasi soltanto nei paesi più ricchi e più capitalizzati, per lo più in "saldi in dollari" presso il Tesoro e le banche statunitensi.

Le stime (purtroppo molto imperfette) del Fondo Monetario Internazionale dimostrano il ruolo cruciale svolto da alcune monete *nazionali*, impiegate come monete "parallele" nei pagamenti e nell'accu-

mulazione di riserve *internazionali*. Il buon senso economico, oltre che motivi umanitari, dovrebbe spingere i paesi più ricchi e più capitalizzati ad accumulare avanzi delle partite correnti, con cui finanziare i deficit di bilancia dei pagamenti dei paesi più poveri e meno capitalizzati, disavanzi giustificati dagli investimenti necessari alla loro crescita economica e dal mantenimento di livelli di consumo indispensabili alla stessa sopravvivenza delle loro popolazioni. Le Nazioni Unite di anno in anno votano pie risoluzioni che chiedono ai paesi sviluppati di dedicare a tale finanziamento almeno una frazione minima (1%) del loro PNL.

Ma che cosa succede in realtà?

1. *I paesi meno capitalizzati*, cioè i paesi del Terzo Mondo non esportatori di petrolio, presentano disavanzi con l'estero probabilmente eccessivi ma *sovrafinanziati* da importazioni di capitali, che consentono loro di aumentare le riserve monetarie.

2. *I paesi esportatori di petrolio* sono oggi gli unici ad accumulare avanzi nelle partite correnti, per la metà destinati ad esportazioni di capitali (in parte verso i paesi industriali) e per l'altra metà all'accumulazione di riserve.

3. *I paesi industrializzati diversi dagli Stati Uniti* incorrono nell'insieme in forti disavanzi delle partite correnti, in larga misura *sovrafinanziati* da ingenti importazioni di capitali, cosicché anch'essi possono aumentare considerevolmente le proprie riserve.

4. È questa la chiave dell'esplosione inflazionistica delle riserve monetarie mondiali e del loro eccessivo assorbimento da parte dei paesi industriali. Queste riserve, infatti, *non* vengono investite nei paesi che più hanno bisogno di capitali, ma soltanto in alcuni paesi ricchi la cui moneta viene ritenuta "forte", in primo luogo negli Stati Uniti. Grazie al crescente "indebitamento da riserve", gli Stati Uniti possono essere di gran lunga i maggiori esportatori di capitali, nonostante che gli avanzi delle loro partite correnti siano trascurabili e del tutto inadeguati per uno dei più ricchi e capitalizzati paesi del pianeta: meno dello 0,02% del loro PNL negli anni 1970-80.¹

Questo metodo (!) di creazione e investimento delle riserve monetarie mondiali contribuisce ovviamente a rafforzare ancor più l'egemonia finanziaria, economica, politica e militare degli Stati Uniti nelle vicende mondiali. Le riserve investite sul mercato americano dal

¹ Nelle tabelle allegate a questo articolo sono raccolti i dati statistici da cui ho derivato questi brevi commenti. Per maggiori particolari, cfr. il mio "The Impact of Balance of Payments Transactions upon the 1970-1980 Explosion of International Reserve Assets under the Present Monetary System", di prossima pubblicazione su *Aussenwirtschaft*.

resto del mondo vengono dagli Stati Uniti reinvestite all'estero, nei paesi e alle condizioni, economiche e politiche, decise dalle sue autorità e per gli obiettivi da esse scelti (ad es., in aiuti militari), oppure lasciate alle decisioni di operatori privati (investimenti diretti, in particolare delle imprese cosiddette "multinazionali" o "sovrnazionali").

Le conseguenze pratiche di questa egemonia non sono necessariamente dannose. Al contrario, essa rende possibile, di fatto se non di diritto, l'introduzione di un certo grado di coerenza in un mondo composto di paesi attaccati alla loro illusoria sovranità legale, ma in realtà inestricabilmente dipendenti gli uni dagli altri. Dopo l'ultima guerra tale egemonia fu usata, con rara saggezza e generosità, per accelerare la ricostruzione di un mondo devastato, e ancor oggi fornisce ad un mondo in apprensione un necessario contrappeso alla potenza militare sovietica. E tuttavia, ampi settori della pubblica opinione (negli Stati Uniti e altrove), la mettono oggi sempre più in discussione, nella convinzione che:

1. *le politiche fiscali e monetarie* seguite dall'Amministrazione Reagan aggravino la recessione mondiale, in particolare attraverso i loro effetti sui tassi di interesse;

2. non sia possibile riportare sotto controllo l'inflazione, né allontanare il pericolo di un suicidio nucleare, finché non siano avviati negoziati realistici per la drastica riduzione dei 5-600 miliardi di dollari sperperati ogni anno per il riarmo di un mondo già armato fino ai denti, contro le più profonde aspirazioni di statisti e dell'opinione pubblica, nell'Unione Sovietica come negli Stati Uniti e altrove;²

3. la politica estera e militare degli Stati Uniti cerchi troppo spesso di perpetuare dittature corrotte e sanguinarie aborrite dalla pubblica opinione, cosa incomprensibile in un paese in cui la libertà e i diritti umani sono tanto radicati. Le opposizioni non hanno perciò altra alternativa che cercare il sostegno dell'Unione Sovietica e portare al potere regimi che vengono poi definiti "marxisti-leninisti", e quindi ritenuti pericolosi e inaccettabili dagli Stati Uniti e dai loro alleati. Questi tratti della politica statunitense minacciano ora la coesione dell'Alleanza Atlantica, oltre che la cooperazione economica indispensabile alla pace e alla prosperità mondiale.

² Si veda l'articolo di MC GEORGE BUNDY, GEORGE F. KENNAN, ROBERT S. MCNAMARA e GERARD SMITH su *Foreign Affairs* (Primavera 1982), contro i fautori di una più serrata corsa agli armamenti.

Lascio ad altri, più competenti di me, l'esplorazione di questi problemi essenzialmente politici. E mi volgo a considerare il *Sistema Monetario Europeo* e i contributi che esso può recare agli attuali problemi economici del mondo occidentale.

II. Il sistema monetario europeo e il dollaro

Non occorre qui ricordare le caratteristiche essenziali dello SME, entrato finalmente in funzione nel marzo del 1979: mi limiterò perciò a presentare alcuni commenti sul suo effettivo funzionamento nei primi tre anni di vita.

Lo SME, aggredito da nuovi incrementi nel prezzo del petrolio, non ha certo conseguito il suo obiettivo di lungo periodo: la riduzione (verso il basso) delle divergenze inflazionistiche tra i paesi membri, così da rendere possibile una piena *Unione Economica e Monetaria*, e quindi *politica*, che è l'obiettivo ultimo dei suoi promotori. Esso è però riuscito al di là di ogni aspettativa a preservare una relativa stabilità tra le sue monete, in netto contrasto con le fluttuazioni disordinate tra queste, da una parte, e il dollaro, lo yen ed altre valute, dall'altra.

Da questi successi unanimemente riconosciuti vengono tratte, com'era prevedibile, conclusioni opposte. Coloro che all'inizio si opposero agli accordi dello SME (in particolare la *Bundesbank*) ammettono che i loro timori si sono dimostrati ingiustificati, ma ne deducono che non sia quindi necessario andare oltre e che occorra attendere una riduzione degli attuali tassi di inflazione e delle loro divergenze, non soltanto prima di accordarsi su una piena unione economica e monetaria (come è ovvio) ma anche prima di rafforzare l'attuale sistema in un qualsiasi modo significativo. Al contrario, i promotori dello SME concludono che i suoi successi dovrebbero spingere i paesi membri a negoziare i successivi passi, e in particolare il FME (*Fondo Monetario Europeo*), inizialmente previsto per il marzo 1981 al più tardi.

Io condivido quest'ultima opinione. Ritengo infatti che il relativo successo delle politiche dei cambi dello SME sia dovuto soltanto in piccola parte al suo funzionamento *interno* e sia invece spiegabile soprattutto con circostanze *esterne* eccezionalmente favorevoli e precarie.

L'indicatore di divergenza ha certamente svolto una funzione utile per il riaggiustamento delle politiche dei paesi in disavanzo (in parti-

colare, Belgio e Danimarca), ma gli interventi sui cambi e le restituzioni sono continuati ad avvenire principalmente in dollari, anziché in Ecu e in monete comunitarie. Per tutto il periodo il finanziamento di questi interventi da parte del Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria è rimasto molto modesto ed è stato integralmente rimborsato due volte prima di essere ripristinato nello scorso marzo, ancora una volta su scala molto modesta. La fioritura degli euromercati e i prezzi dell'oro hanno consentito ai paesi in disavanzo di indebitarsi facilmente e pesantemente fuori dal FECOM. Questo indebitamento eccessivo, il disordinato aumento dei saggi dell'interesse e la diminuzione dei prezzi dell'oro renderanno in futuro più difficili ulteriori debiti di questo tipo.

Il relativo allentamento delle tensioni dei cambi tra le monete dei paesi membri è principalmente dovuto al rafforzamento del dollaro nei confronti del marco, che ha fatto diminuire l' indesiderato apprezzamento prima imposto alle monete più deboli dalla forza del marco. Questa situazione potrebbe rovesciarsi nel prossimo futuro, se le cause dell'apprezzamento del dollaro dovessero venir meno. Tra queste, ne ricorderò tre soltanto: l'enorme aumento dei saggi di interesse statunitensi, i timori di una terza guerra mondiale e la fiducia nella determinazione con cui l'Amministrazione Reagan intende combattere l'inflazione negli Stati Uniti. Questi tre fattori hanno provocato ingenti movimenti speculativi di capitali verso gli Stati Uniti, rafforzando il dollaro sul mercato dei cambi, ma rendendolo anche più vulnerabile di prima nel medio, se non nel breve periodo.

Non tenterò di prevedere quanto possa durare il secondo fattore (il timore di una guerra mondiale), per quanto tutti speriamo, senza purtroppo essere sicuri, che esso venga meno. È però possibile prevedere il quasi certo rovesciamento degli altri due fattori. Né gli Stati Uniti né gli altri paesi possono tollerare indefinitamente gli stravaganti saggi di interesse oggi in vigore e, da questo punto di vista, vorrei proporre uno dei miei soliti dilemmi: o i saggi di interesse diminuiscono negli Stati Uniti, oppure occorrerà rafforzare lo SME per diminuirne l'impatto sui tassi di cambio e sui saggi d'interesse in Europa. Purtroppo, la loro diminuzione negli Stati Uniti comporterebbe il finanziamento con mezzi monetari, e quindi in modo inflazionistico, degli enormi disavanzi di bilancio oggi ufficialmente previsti negli Stati Uniti nonostante i drastici tagli delle spese sociali, stante le riduzioni fiscali e soprattutto l'incredibile esplosione delle spese militari, le più inflazionistiche di tutte, a quasi *un miliardo di dollari al giorno* da qui al 1985.

(L'esperienza dovrebbe indurci a ritoccare considerevolmente verso l'alto queste stime basate su costi contrattuali sempre di fatto ampiamente superate.)

III. La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e i suoi effetti sulla posizione internazionale del dollaro

Nei commenti sull'andamento passato e presunto futuro del dollaro sul mercato mondiale dei cambi, ci si concentra per lo più sui flussi più recenti della bilancia dei pagamenti statunitensi: flussi annuali, trimestrali o perfino mensili. A mio avviso, molto più significativo è l'andamento, su più lunghi periodi, degli *stocks* netti, ma particolarmente degli *stocks lordi* di attività e passività, pubblicati annualmente (in genere in agosto o settembre) nel *Survey of Current Business*. La tabella 5 ne riassume l'andamento negli anni dal 1969 al 1981, mentre la tabella 6 mostra come da un anno all'altro le stime di tali "stocks" varino in seguito all'addizione cumulativa dei "flussi" annuali di bilancia dei pagamenti relativi al periodo.

Sulle righe della Sezione I sono raggruppate le stime relative al mercato monetario, cioè le riserve ufficiali lorde (riga I A1), i crediti delle banche statunitensi sull'estero (riga I A2) e l'indebitamento del Tesoro e delle banche verso autorità ufficiali estere e verso il FMI (riga I B1) ed altri detentori di riserve in dollari (riga I B2). Contrariamente all'uso corrente, queste stime relative al mercato monetario vengono presentate per prime, per due motivi: in primo luogo, esse possono essere considerate assai più affidabili della maggior parte degli altri movimenti di capitali che sono registrati nella Sezione II e lasciano fuori la voce una volta denominata "Errori ed omissioni" (oggi "Discrepanza statistica"), enormemente accresciutasi e generalmente attribuita a movimenti di capitale assai più che a transazioni dovute alle partite correnti. In secondo luogo, qualunque sia la loro origine, ignota agli operatori, esse sono collegate più direttamente al mercato dei cambi, dove i cosiddetti "saldi in dollari" in titoli del Tesoro e in depositi bancari sono i principali strumenti attraverso cui il dollaro agisce da "moneta parallela" nei regolamenti internazionali, nei fondi d'esercizio e nell'accumulazione di riserve. Quali indicazioni ci fornisce la tabella 5?

1. Per la prima volta in molti anni, nel 1980 e 1981 diminuisce considerevolmente l'*indebitamento netto* degli Stati Uniti sul mercato monetario internazionale (riga I). Tale diminuzione è dovuta esclusivamente all'aumento delle attività nette (riga I 2) diverse dalle riserve ufficiali, praticamente inalterate (riga I 1).

2. Le attività e passività *lorde* (righe I A e B) sono però assai più significative, in quanto le seconde misurano il cosiddetto "*dollar overhang*", cioè il complesso dei crediti liquidi sugli Stati Uniti suscettibili di influenzare il mercato dei cambi. Le motivazioni di investitori e speculatori per ciò che concerne la distribuzione dei loro portafogli tra le principali monete e gli importi che essi potrebbero scaricare sul mercato dipendono infatti assai più dagli *stocks* accumulati che non dai flussi a breve termine, su cui generalmente si concentrano i commenti della stampa. Il complesso di questi "stocks" (linea I B) continua a crescere e alla fine del 1981 ha raggiunto 362 miliardi di dollari, supera cioè per più di sette volte il valore stimato alla fine del 1969. L'aumento di 103 miliardi negli ultimi tre anni (da 259 a 362) è più che spiegato da un aumento di 157 miliardi dei crediti bancari americani sull'estero (registrati sulla riga I A2), passati da 131 miliardi alla fine del 1978 a 288 miliardi alla fine del 1981. Ossia, per converso, si potrebbe dire che gli investimenti esteri negli Stati Uniti hanno costretto le banche americane ad aumentare i loro prestiti all'estero.

3. L'andamento degli altri conti di capitale (riga II) non ha bisogno di commenti. Attività e passività aumentano parallelamente, lasciando relativamente stabile il saldo netto.

4. La riga III, somma delle righe I e II, misura la posizione internazionale netta degli investimenti statunitensi, che è ampiamente positiva, essendo l'indebitamento sul mercato monetario (riga I) più che compensato dagli altri conti netti di capitale (riga II), e in particolare dagli "investimenti diretti" (riga II 2), che alla fine del 1981 erano quasi il 70% del totale. Le stime del *Survey* (riga III) mostrano una diminuzione di 21 miliardi di dollari della posizione netta degli investimenti statunitensi tra il 1969 e il 1972, ma ingenti e costanti incrementi dal 1972 (37 miliardi) al 1981 (155 miliardi), con un incremento di più di 30 miliardi nel solo 1981. Peraltro, i commentatori della tabella 5 osservano che le sue stime dovrebbero essere pesantemente scremate, poiché non tengono conto di enormi "errori ed omissioni", generalmente attribuiti a movimenti di capitale assai più che a transazioni correnti. Nella tabella 5 è perciò riportata alla riga IV la voce "errori ed omissioni" a partire dalla fine del 1969, comprendendovi il debito "contingente" degli Stati Uniti risultante dall'allocazione di DSP (diritti speciali di prelievo).

Ne risultano considerevolmente ridotti sia il decremento iniziale sia i successivi aumenti dei crediti netti: un decremento di 11 miliardi di dollari invece di 21 dal 1969 al 1972, e in seguito aumenti per soli 18 miliardi di dollari anziché 118!³

Nella tabella 6 vengono conciliate le stime degli *stocks* della tabella 5 con i *flussi*⁴ annuali della bilancia dei pagamenti. Mi limito a notare:

1. che questa presentazione riduce sensibilmente (sulla riga I B) le variazioni delle passività ufficiali (riga I B1) e delle passività del settore privato (riga I B2), che spesso si compensano a vicenda, in particolare nel 1979 e nel 1981.

2. Spettacolare è la riduzione degli investimenti diretti netti nel 1980 e la loro inversione di segno (la prima che io ricordi) nell'anno successivo (riga II 2).

3. Notevole è l'incremento degli errori ed omissioni ("discrepanze" sulla riga II 5), generalmente attribuito ad importazioni di capitali non rilevate.

4. Relativa stabilità del saldo delle partite correnti (riga III), molto meno importante (malgrado l'accento posto sulle sue fluttuazioni nei manuali di economia) dei movimenti di capitali per la spiegazione del saldo del mercato monetario (riga I), che influenza più direttamente le fluttuazioni dei cambi.

5. Considerevole il disavanzo delle transazioni correnti (riga III B) diverse dai redditi netti dei passati investimenti (riga III A). I commenti sull'andamento delle partite correnti non ne fanno spesso parola, tranne, naturalmente, quelli di economisti del Terzo Mondo.

Lascio al lettore decidere se questi dati e queste osservazioni meritino di attrarre la sua attenzione, e in particolare di influenzare il giudizio degli operatori sui recenti andamenti e le future prospettive del mercato dei cambi. Per quanto mi riguarda, ne traggio le seguenti conclusioni sull'evoluzione desiderabile per lo SME.

³ Queste stime dovrebbero tuttavia essere prese con sacchi, non grani, di sale, essendo la rivalutazione delle attività e delle passività azzardata dal *Survey* soltanto una grossolana approssimazione, in particolare per l'oro, ancora valutato ad un "prezzo ufficiale" senza relazione con il prezzo di mercato, e per gli investimenti diretti.

⁴ Questa "riconciliazione" mi porta ad assegnare alle riserve e ai movimenti di capitali un segno opposto a quello loro generalmente attribuito dalle statistiche delle bilance dei pagamenti: un segno +, o nessun segno, per gli aumenti di attività o le diminuzioni di passività, ed un segno meno ("−") per le riduzioni di attività e gli aumenti di passività. Ciò irriterà gli esperti contabili, ma sarà probabilmente meno fuorviante per tutti gli altri lettori, compresi numerosi responsabili della politica economica. Le diverse voci sommate insieme non danno più zero, come è richiesto dalle regole contabili, ma le righe I e II mostrano come avanzi o disavanzi delle partite correnti (riga III) siano assorbiti da variazioni delle attività o passività nette del mercato monetario (riga I) e dalle esportazioni o importazioni nette di capitali (riga II).

IV. Riforme auspicabili del Sistema Monetario Europeo

L'incoerenza del sistema monetario mondiale e le fluttuazioni, tanto certe quanto imprevedibili, del dollaro, a cui esso resta in larga misura ancorato, dovrebbero spingere i paesi della Comunità Europea a rafforzare il Sistema Monetario Europeo e a sviluppare il ruolo dell'Ecu come alternativa all'eurodollaro.

1. Accettazione da parte delle banche centrali

In questa prospettiva, è cruciale, e tuttora lungi dall'essere garantito, che le banche centrali accettino integralmente l'Ecu come mezzo di pagamento e moneta di riserva. Per far sì che esse lo accettino in pieno, debbono essere dissipati i timori diffusi di emissioni inflazionistiche e di inconvertibilità dell'Ecu, nonché i dubbi sulla sua accettazione da parte del mercato privato.

a) Certamente reale è il pericolo di emissioni inflazionistiche, emissioni, in realtà, quasi raddoppiate nei primi due anni di funzionamento del sistema. Talvolta, gli oppositori dello SME sembrano portati a ritenere che in proposito il principale pericolo risieda nell'abuso delle possibilità di credito disponibili per i paesi membri in disavanzo. Finora, tuttavia, questi paesi non possono essere tenuti responsabili delle emissioni di Ecu. Le emissioni a fronte di depositi in dollari (cioè di crediti agli Stati Uniti) sono sensibilmente diminuite, malgrado la rivalutazione di tali depositi conseguente all'apprezzamento del dollaro. I prestiti in Ecu a paesi membri, per parte loro, hanno sempre conservato dimensioni modeste e in due occasioni sono stati interamente restituiti nel volgere di pochi mesi. Si è ricorso soltanto a "crediti a brevissimo termine", e i paesi membri non hanno ricevuto, né richiesto, crediti a "breve termine" o a "medio termine". Le emissioni di Ecu sono in prevalenza dovute a depositi dei membri in oro e in dollari presso il FECOM, e il loro incremento dipende quasi interamente dalla brusca rivalutazione contabile dell'oro depositato, praticamente invariato in volume (mentre i depositi in dollari sono diminuiti, come si è già notato).

Per prevenire emissioni inflazionistiche, la misura più indispensabile e urgente consiste nell'eliminare l'impatto — ora automatico e

sottratto alla discrezionalità delle autorità — che sulle emissioni hanno le fluttuazioni selvagge dei prezzi dell'oro. Tali fluttuazioni, si noti, sono state finora una fonte soltanto *potenziale*, ma non ancora *effettiva*, di inflazione. L'aumento dei prezzi contrattuali dell'oro e del dollaro ha finora avuto scarse conseguenze sulle emissioni di monete nazionali da parte delle banche centrali. Le loro attività in oro e dollari erano state da esse acquisite in massima parte ben prima di rialzi dei prezzi dell'oro, rialzi che si sono tradotti semplicemente in enormi profitti contabili piuttosto che in emissioni di moneta. Si ha, tuttavia, ogni motivo di temere:

(i) che la crescita del valore reale delle loro riserve internazionali faciliti ai paesi in disavanzo il finanziamento dei disavanzi e consenta alle loro autorità di rimandare troppo a lungo le misure indispensabili al ripristino di un durevole equilibrio delle loro bilance dei pagamenti; e

(ii) che questi profitti contabili vengano trasferiti, prima o poi, ai rispettivi governi, facilitando il finanziamento inflazionistico da parte del Tesoro così dei disavanzi interni di bilancio come dei disavanzi con l'estero. Questo assurdo procedimento legale, ancorato a vecchie tradizioni, metterebbe in moto un "circolo vizioso" in cui una svalutazione monetaria, il più delle volte provocata da politiche inflazionistiche, ricompensa le autorità con profitti contabili che facilitano il finanziamento inflazionistico di nuovi disavanzi e portano a nuove esplosioni inflazionistiche, svalutazioni monetarie, ecc., in una successione senza fine.

Non è più rinviabile il blocco e la sterilizzazione di tali profitti, così come di quelli realizzati sull'80% delle riserve auree detenute fuori dal FECOM (e valutate nei diversi paesi con criteri contabili ampiamente differenti, ma costantemente fuorvianti), in speciali "conti di rivalutazione", simili a quelli già adottati, su mio suggerimento, 30 o 40 anni fa dalle riforme monetarie di diversi paesi latino-americani. Il momento è particolarmente propizio per negoziare questa riforma, dato che il declino del prezzo dell'oro ha di recente comportato ingenti perdite contabili di riserve. Eliminato così il principale inconveniente dell'attuale sistema di creazione dell'Ecu, diventerebbe possibile adottare la più semplice ed efficace barriera contro emissioni eccessive: un tetto presuntivo à la Milton Friedman che limiti ad un x% l'anno il massimo incremento globale delle emissioni di Ecu, a meno che circostanze eccezionali non ne richiedano lo sfondamento, da decidere però soltanto dalla maggioranza qualificata dei 3/4 o dei 4/5 dei partecipanti. Il carattere complessivo di questo tetto imporrebbe alle autorità

monetarie della Comunità la necessità di scegliere esplicitamente tra i crediti *interni* e i crediti *esterni* a fronte dei quali emettere gli Ecu. Avanzi esterni della bilancia dei pagamenti della Comunità, facendo aumentare le emissioni di Ecu contro depositi in dollari (o in oro?), dovrebbero normalmente ridurre il fabbisogno di credito dei paesi, fabbisogno che sarebbe invece normalmente più frequente e giustificabile (economicamente e politicamente) quando disavanzi con l'estero riducessero le emissioni di Ecu a fronte di depositi in dollari.

b) Quanto alla *convertibilità* degli Ecu detenuti dalle autorità monetarie presso il FECOM, è opportuno chiarire che l'attuale sistema la prevede in pieno. Un paese membro, quando incorre in disavanzi con l'estero non finanziati con crediti, li regola tirando *pari passu* sulle proprie riserve in Ecu presso il FECOM (20%) e su quelle esterne al FECOM (80%); e può legittimamente continuare finché le sue riserve non sono completamente esaurite.

Se i disavanzi finanziati ritirando Ecu sono con altri paesi della Comunità, le attività in oro e in dollari del FECOM restano complessivamente invariate; muta soltanto la distribuzione delle passività. La convertibilità diverrebbe per il FECOM un problema soltanto se i disavanzi della Comunità nel suo complesso verso il mondo esterno dovessero prosciugare le sue disponibilità di oro e dollari. Non c'è da temere un tale pericolo: malgrado i disavanzi eccezionalmente elevati verificatisi nel 1981 in seguito a forti aumenti dei prezzi del petrolio e malgrado il brusco ribasso dei prezzi dell'oro, alla fine del 1981 le attività in oro e in dollari del FECOM ammontavano ancora a più di 45 miliardi di dollari. E se questi non fossero ritenuti sufficienti (ma è praticamente inconcepibile), i paesi della Comunità potrebbero ancora mobilitare parte dei 16 miliardi disponibili in base agli "accordi *swap*" con gli Stati Uniti. Secondo un brillante suggerimento di Jacques van Ypersele, tali *swaps* dovrebbero inoltre essere multilateralizzati in forma di *swaps* con il Fondo Monetario Europeo, denominandoli in Ecu e consentendo una più appropriata distribuzione di crediti e restituzioni tra le monete comunitarie, così da evitare l'attuale impiego quasi esclusivo del marco in tali transazioni (che spesso aggrava inutilmente le tensioni nei tassi di cambio intracomunitari). La perdita di riserve di taluni paesi, se dovesse proseguire al ritmo attuale, li costringerebbe indubbiamente a mutare politica o a modificare il loro tasso di cambio rispetto all'Ecu. Ciò potrebbe provocare un certo deprezzamento dello stesso Ecu rispetto al dollaro, se i riaggiustamenti avvenissero principalmente mediante deprezzamenti delle monete deboli e non, alternati-

vamente, con rivalutazioni di altre monete del paniere Ecu;⁵ ma non dovrebbe comunque portare alla sua inconvertibilità.

c) L'accettazione dell'Ecu da parte dei privati, infine, progredisce oggi ad un ritmo che dovrebbe riassicurare i banchieri centrali più scettici e incoraggiarli a rimuovere gli ostacoli amministrativi che gli operatori ancor oggi incontrano quando desiderano impiegare l'Ecu nelle loro transazioni.

2. L'impiego dell'Ecu nel settore privato

La fusione delle monete nazionali in un'unica moneta comunitaria (oggi denominata Ecu), preconizzata come ultimo stadio di una piena *Unione Economica e Monetaria* in diverse conferenze al vertice dei nostri capi di stato e di governo, non avverrà certamente domani. L'impiego dell'Ecu in alternativa alle euromonete, però, nel prossimo futuro si svilupperà probabilmente in modo spettacolare. Sul terreno puramente politico, esso presenta il raro vantaggio di essere in grado di guadagnarsi il sostegno sia dei più accaniti nazionalisti sia degli entusiasti dell'unità europea. Per citare un solo nome, un uomo come Michel Debré, per la cui integrità intellettuale e forza di convinzione nutriamo il massimo rispetto, si opporrebbe strenuamente alla sostituzione del franco francese con l'Ecu, ma non avrebbe nulla da obiettare (fino a prova contraria) a che venga usato l'Ecu in luogo degli eurodollari, euromarchi, eurofranchi svizzeri, ecc., in cui le banche europee denominano attualmente i circa 900 miliardi di dollari delle proprie attività e passività.

Sul terreno economico, l'impiego dell'Ecu nei contratti intra-europei offre sia ai creditori sia ai debitori un'unità di conto e un mezzo di pagamento più stabile, per la sua stessa definizione, delle monete nazionali presenti nel suo paniere, e il più vicino possibile alla stabilità di cambio per le transazioni con l'estero. Per la maggior parte dei paesi della Comunità le transazioni intracomunitarie rappresentano più della metà (per il Belgio circa il 75%) delle transazioni con l'estero, mentre quelle con gli Stati Uniti difficilmente raggiungono, in media, il 7% del totale.

Certamente, i creditori che hanno piena fiducia nelle proprie previsioni (o in quelle dei propri consiglieri) sul futuro andamento dei

⁵ Si vedano tuttavia, più avanti, i miei suggerimenti per una ridefinizione dell'Ecu.

tassi di cambio continueranno a investire i loro fondi di preferenza nelle monete che ritengono "più forti". Ma le enormi perdite subite in passato, talvolta sulle attività in dollari, talaltra su quelle in marchi, ecc., non mancheranno di indurre i tesoriери delle imprese a preferire l'Ecu, giacché è certo che consigli di amministrazione ed azionisti saranno più facilmente pronti a rimproverare loro le *perdite in cambi* in cui possono incorrere, se investono in una moneta nazionale e sbagliano le previsioni, che non la mancata *massimizzazione dei profitti in cambi* che questa o quella moneta avrebbe potuto offrire in confronto agli investimenti in Ecu. Inoltre, i creditori debbono trovare debitori, e se i primi insisteranno per usare le monete più forti inevitabilmente scoraggeranno i secondi, che comprensibilmente non le gradiscono, oppure dovranno compensarli con saggi di interesse più bassi. L'Ecu può dimostrarsi il compromesso più accettabile per tutti gli interessati.

Le opinioni in proposito possono differire, ma è un fatto che oggi il settore privato sta ampiamente dimostrando il proprio interesse per l'Ecu in alternativa alle euromonete. Una tavola rotonda, che ebbi il privilegio di organizzare nel giugno del 1980 presso la Nuova Università di Lovanio e a cui parteciparono alcuni accademici e banchieri centrali, ma soprattutto parecchie grandi banche commerciali europee,⁶ fu seguita in rapida successione da molti e molto più ampi incontri di centinaia di banchieri e da numerose iniziative concrete, di cui esiste una documentazione regolare e periodicamente aggiornata, contenuta nella "ECU Newsletter" dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino. Più di quaranta grandi banche dei paesi comunitari, svizzere, giapponesi e statunitensi già accettano depositi e certificati di deposito in Ecu, prestano in Ecu, partecipano al lancio di obbligazioni in Ecu o cambiano Ecu contro monete nazionali, a vista e a termine. In poco più di un anno sono state emesse o garantite in Ecu obbligazioni per un totale ben superiore a 2 miliardi da parte dei governi belga e italiano, del Consiglio d'Europa, dell'Istituto Bancario San Paolo, ecc., con rendimenti correnti varianti tra il 13 e il 14,66% l'anno.

Gli organismi comunitari stanno ora esaminando, insieme a rappresentanti di banche, una serie di provvedimenti suscettibili di rimuovere gli ostacoli amministrativi e di ridurre i costi delle transazioni in Ecu; e in marzo il Consiglio d'Europa ha varato un primo studio delle riforme ufficiali ritenute auspicabili e negoziabili in un prossimo futuro.

⁶ Si veda il volume *The Private Use of the Ecu*, di NIELS THYGESEN *et al.*, a cura di André L. Swings e Robert Triffin (Kredietbank, Brussels, 1980).

Gli ostacoli amministrativi sorgono dal fatto che il paniere dell'Ecu comprende sia la moneta nazionale sia altre monete, ed è quindi soggetto a una duplice serie di regolamentazioni e di controlli. La prima riforma invocata, e già in vigore in Belgio e in Italia, è l'eliminazione di questo inconveniente con l'assimilazione dell'Ecu alle euromonete. Questo dovrebbe essere soltanto il primo passo, mentre successive riforme dovrebbero proporsi di dare all'Ecu uno statuto preferenziale, ad esempio con la disponibilità di prestiti di ultima istanza, che naturalmente richiedono un minimo di regolamentazione prudenziale, oggi gravemente carente per la maggior parte delle transazioni in euromonete.

I costi eccessivi delle transazioni denominate in Ecu derivano dalla doppia serie di operazioni di cambio ora necessaria per i pagamenti tra clienti di banche differenti, dovendo l'Ecu essere dapprima convertito in una moneta nazionale da parte di chi paga e poi riconvertito in Ecu da parte del beneficiario. Inoltre, ogni banca deve premunirsi contro i rischi di cambio investendo in monete nazionali, in proporzioni identiche a quelle del paniere, qualsiasi differenza tra i propri prestiti e i propri depositi in Ecu. Si stanno ora studiando diverse formule alternative, alcune più ambiziose, altre meno, che riducano questi costi superflui con l'organizzazione di una o più stanze di compensazione, con o senza la partecipazione delle banche centrali nazionali e/o della Banca dei Regolamenti Internazionali. Altre due possibilità attivamente discusse sono la coniazione di monete Ecu e la denominazione di *traveller's cheques* in Ecu, così da familiarizzare il pubblico con uno strumento con cui ha avuto finora scarsa dimestichezza.

Il successo di queste varie iniziative potrebbe spianare la strada in due altre direzioni. In primo luogo, si potrebbe estendere l'impiego dell'Ecu fuori della Comunità, in particolare nelle transazioni finanziarie con altri paesi europei, del Medio Oriente e dell'Africa che abbiano scambi reciproci e con i paesi comunitari di gran lunga più importanti che non con altre zone monetarie.⁷ Si potrebbe, in secondo luogo, ridefinire l'Ecu: iniziativa in questo momento rivoluzionaria e prematura, ma indispensabile nel lungo e forse nel medio periodo. Come il dollaro, l'Ecu è una moneta di riferimento e *non* dovrebbe essere

⁷ Cfr. il contributo mio e di molti altri ad un seminario organizzato ad Abu Dhabi il 24-7 novembre 1980 dal "Centre for Arab Unity Studies" e pubblicato in *Arab Monetary Integration: Issues and Prerequisites*, a cura di Khair El-Din Haseb e Samir Makdisi (Croom Helm, Londra e Canberra, 1982).

definito dalle monete che proprio ad esso fanno riferimento. Già oggi ciascun paese membro deve dichiarare il tasso di cambio al quale è pronto ad acquistare e vendere la propria moneta nazionale contro Ecu.

Occasionalmente potranno ancora ritenersi necessarie variazioni di tale tasso, dopo reciproche consultazioni e in attesa del completamento, ancora lontano, della prevista Unione Economica e Monetaria della Comunità. Ma l'Ecu in quanto tale dovrebbe restare invariato, come avvenne negli anni scorsi per l'unità di conto del FMI. L'Ecu dovrebbe essere null'altro che l'Ecu, come il dollaro è un dollaro e, seguendo Gertrude Stein, una rosa è una rosa, è una rosa...

Sono lieto di non essere più solo a sperare che i miei sogni di ieri possano diventare una realtà di domani.

ROBERT TRIFFIN

APPENDICE

TABELLA 1

FONTI DELLE ATTIVITÀ MONETARIE INTERNAZIONALI DI RISERVA E PROPRIETÀ DELLE RISERVE NETTE

	Millioni di DSP						Millioni di \$		Impatto dell'oro e funzionari del dollaro	
	1949	1959	1969	1980	Giugno 1981	1980	Giugno 1981	1980	Giugno 1981	
I. Oro mondiale										
A. FMI	34.349	40.167	41.260	39.448	39.954	664.424	486.296	624.976	446.342	
B. Paesi	1.451	2.406	2.310	3.620	3.620	60.977	44.060	57.357	40.440	
	32.898	37.761	38.950	35.828	36.334	603.447	442.236	567.619	405.902	
II. Riserve creditizie										
A. Concentrate	207	844	4.416	25.024	31.381	-24.444	-3.563	-49.468	-35.144	
1. Assegnazioni DSP	x	x	x	17.381	21.433	22.168	24.661	4.787	3.228	
2. Credito netto FMI	207	844	4.416	7.643	10.148	-46.612	-28.224	-54.255	-38.372	
b) meno profitti "uncredited" FMI	3	-65	-654	8.486	10.976	-57.435	-40.854	-56.592	-40.026	
Monete di riserva	10.954	16.109	33.049	253.437	278.463	323.234	320.400	69.797	41.937	
1. Passività USA identificate	3.200	10.120	17.854	154.480	168.100	197.024	193.416	42.544	25.316	
2. Passività di altri paesi e non identificate	7.754	5.989	15.195	98.957	110.363	126.210	126.984	27.253	16.621	
III. Attività di riserva (I+II)	45.510	57.120	78.725	317.909	349.998	963.214	803.132	645.305	453.134	
IV. Riserve nette dei paesi (IB)	32.898	37.761	38.950	35.828	36.334	603.447	442.236	567.619	405.902	
A. Identificate da <i>International Financial Statistics</i>	33.997	39.776	40.163	36.767	36.111	602.933	440.734	566.166	404.623	
1. Paesi industriali	25.984	29.760	21.957	-91.576	-105.024	359.133	216.053	450.709	321.079	
Stati Uniti	22.824	10.885	-1.909	-137.042	-147.738	-30.768	-68.089	106.274	79.649	
Altri paesi	3.160	18.875	23.866	45.466	42.713	389.901	284.142	344.435	241.429	
2. Altri paesi	8.013	9.565	18.206	128.343	141.155	243.799	224.680	115.456	83.545	
Esportatori di petrolio	1.203	2.543	3.993	72.488	85.745	114.261	114.617	41.773	28.862	
Altri	6.810	7.422	14.213	55.855	55.390	129.540	110.075	73.685	54.685	
B. Discrepanza non identificata nelle rilevazioni IPS	99	2.065	1.213	939	-223	-514	-1.502	-1.453	-1.279	

Fonte statistiche: 1. *International Financial Statistics, Yearbook 1981 (1979 per le serie del 1949)*.
2. *Federal Reserve Bulletin, Tabelle 3, 14, linea 1 e 3.15, linea 60 (v. nota 4)*.

Note:

- Le serie dei DSP sono calcolate uniformemente a 35 \$ per oncia, e le serie in dollari ai prezzi di mercato e tassi di cambio correnti.
- Piccole discrepanze nei titoli sono dovute: a) a discrepanze nei totali IPS per il mondo oppure per "tutti i paesi", e alla somma dei sottototali regionali rilevanti; b) ad arrotondamenti di decimali al successivo milione.
- I depositi "SWAP" in oro nell'EMCF sono inclusi in questa tabella sotto la voce "Oro", e valutati sia in DSP a 35 \$ per oncia, sia in dollari a prezzi di mercato. Mi scuso di essere stato fuorviato sotto questo riguardo in mie recenti pubblicazioni dell'inclusione IPS dei detti depositi di oro, valutati al prezzo contrattuale dell'EMCF — prezzi vicini ai prezzi di mercato — sotto la voce "valore estero" valutare in DSP. Avevo speso questi importi da "valore estero" a "Oro", ma avevo mancato di notare un'eccezione in tal caso che avveniva che essi erano calcolati ai prezzi EMCF. Quest'ultima procedura è, a dir poco, bizzarra, poiché quei depositi "SWAP" sono sempre posseduti da paesi membri, i cui averi in oro sono valutati nelle loro pubblicazioni in parti arbitrarie che differiscono molto tra un paese e l'altro.
- Le passività USA verso autorità monetarie straniere, registrate sulla linea II B 1, includono soltanto le serie, da parte del *Federal Reserve Bulletin* di "Passività verso istituzioni ufficiali straniere" e di filiazioni oltremare verso istituzioni ufficiali. Non includono pertanto tutto il complesso di averi in divise estere identificati come *Eurodollars* nei rapporti annuali del FMI, ma in parte creati da banche non statunitensi, né un residuo identificato incluso con gli Eurodollari non statunitensi alla linea II B 2. Ciò dà luogo ad una *sovrastima* delle passività degli altri paesi in valore di riserva, e a una corrispondente sottostima delle passività USA, ma non incide sulla distribuzione delle passività totali di moneta di riserva fra paesi industriali e altri paesi, se si accetta l'ipotesi che le valse estere possedute dalle banche centrali sono investite esclusivamente nei paesi industriali.

TABELLA 2

VARIAZIONI DELLE RISERVE MONETARIE INTERNAZIONALI, E BILANCE DEI PAGAMENTI: 1970-80
(in miliardi di DSP)

	Paesi industriali			Paesi non industriali			Totale (g=c+d)
	Stati Uniti (a)	Altri paesi (b)	Totale (c=a+b)	Totale (d=e+f)	Paesi esportatori di petrolio (e)	Altri paesi (f)	
I. Riserve nette: (A-B)							
A. Attività	-134	+66	-69	+103	+80	+25	+37
B. Passività (-) costituenti riserve:							
1. Costituenti riserve di autorità straniere	+3	+143	+146	+136	+82	+54	+282
2. Finanziamenti eccezionali	-138	-77	-215	-31	-2	-29	-245
3. Assegnazioni di DSP	-129	-29	-157	-2	-	-2	-159
II. Demonetizzazione di oro e aggiustamenti di valutazione	-5	-40	-45	-24	-1	-23	-69
III. Transazioni: (I+II=A-B)	-4	-8	-12	-5	-1	-4	-17
A. Saldi delle partite correnti	+4	+1	+6	+6	+3	+3	+11
B. Esportazioni di capitale e errori e omissioni	-129	+67	-63	+111	+83	+27	+49
1. Esportazioni di capitale rilevate	+3	-78	-75	-61	+166	-227	-135
2. Errori e omissioni	+133	-145	-12	-172	+83	-254	-184
	+185	-85	+100	-197	+68	-265	-98
	-52	-60	-112	+23	+15	+11	-86

TABELLA 3

BILANCE DEI PAGAMENTI E VARIAZIONI DELLE RISERVE MONETARIE
 INTERNAZIONALI: MEDIE ANNUE 1970-1980

(in miliardi di DSP)

	1969	1970-80	1970-73	1974-78	1979-80
I. Attività di riserva	0,2	26	22	25	36
A. Paesi industriali	-1,1	13	15	13	11
Stati Uniti	1,2	—	-1	1	2
Altri paesi	-2,3	13	16	12	9
B. Paesi non industriali	1,3	12	7	12	24
Esportatori di petrolio	0,2	7	3	7	18
Altri paesi	1,1	5	4	5	6
II. Passività di riserva (-)	1,3	-22	-16	-26	-27
1. Costituenti riserve di autorità straniere	1,3	-14	-11	-18	-12
2. Finanziamenti eccezionali	—	-6	-2	-8	-11
3. Assegnazioni di DSP	x	-2	-2	x	-4
A. Paesi industriali	1,3	-20	-15	-22	-22
1. Costituenti riserve di autorità straniere	1,3	-14	-11	-18	-12
2. Finanziamenti eccezionali	—	-4	-2	-5	-8
3. Assegnazioni di DSP	x	-1	-2	x	-3
Stati Uniti	1,6	-13	-13	-16	-3
1. Costituenti riserve di autorità straniere	1,6	-12	-12	-16	—
2. Finanziamenti eccezionali	—	—	—	—	-2
3. Assegnazioni di DSP	x	—	-1	x	-1
Altri paesi	-0,3	-7	-2	-6	-19
1. Costituenti riserve di autorità straniere	-0,3	-3	1	-2	-12
2. Finanziamenti eccezionali	—	-4	-2	-4	-6
3. Assegnazioni di DSP	x	-1	-1	x	-2
B. Paesi non industriali	0,1	-2	-1	-3	-5
1. Costituenti riserve di attività straniere	0,1	—	—	—	—
2. Finanziamenti eccezionali	—	-2	—	-3	-3
3. Assegnazioni di DSP	x	—	-1	x	-1
Paesi esportatori di petrolio	-0,1	—	—	—	—
1. Costituenti riserve di attività straniere	-0,1	—	—	—	—
2. Finanziamenti eccezionali	—	—	—	—	—
3. Assegnazioni di DSP	x	—	—	x	—
Altri paesi	0,1	-3	-1	-3	-4
1. Costituenti riserve di attività straniere	0,1	—	—	—	—
2. Finanziamenti eccezionali	—	-3	—	-3	-3
3. Assegnazioni di DSP	x	—	-1	x	-1
III. Riserve nette I+II=V-IV	1,5	3	6	-1	9
A. Paesi industriali	0,1	6	—	-9	-11
Stati Uniti	2,7	-12	-14	-16	-1
Altri paesi	-2,6	6	14	6	-10
B. Paesi non industriali	1,4	10	6	9	20
Esportatori di petrolio	-0,2	7	2	7	18
Altri paesi	1,2	2	3	2	2

	1969	1970-80	1970-73	1974-78	1979-80
IV. Demonetizzazione di oro e aggiustamenti di valutazione	—	1	3	2	-5
A. Paesi industriali	—	1	2	1	-5
Stati Uniti	—	—	—	—	2
Altri paesi	—	—	2	1	-7
B. Paesi non industriali	—	—	1	1	—
Esportatori di petrolio	—	—	—	—	—
Altri paesi	—	—	—	—	—
V. Saldi transazioni III+IV=VI-VII	1,6	4	9	1	4
A. Paesi industriali	0,2	-6	2	-8	-16
Stati Uniti	2,7	-12	-14	-15	—
Altri paesi	-2,6	6	16	8	-17
B. Paesi non industriali	1,4	10	6	9	20
Esportatori di petrolio	0,2	8	3	7	18
Altri paesi	1,2	2	4	2	1
VI. Partite correnti	-2,2	-12	2	-14	-35
A. Paesi industriali	3,9	-7	9	-7	-37
Stati Uniti	0,2	—	—	-1	2
Altri paesi	3,8	-7	8	-6	-39
B. Paesi non industriali	-6,2	-6	-7	-8	2
Esportatori di petrolio	-1,2	15	1	15	43
Altri paesi	-5,0	-21	-8	-23	-41
VII. Esportazioni di capitale e errori e omissioni VIII+IX	-3,8	-17	-6	-16	-39
A. Paesi industriali	3,8	-1	6	1	-21
Stati Uniti	-2,6	12	14	15	2
Altri paesi	6,4	-13	-8	-14	-22
B. Paesi non industriali	-7,6	-16	-13	-17	-18
Esportatori di petrolio	-1,4	8	-1	8	25
Altri paesi	-6,2	-23	-12	-25	-42
VIII. Esportazioni di capitale	-7,2	-9	-8	-7	-16
A. Paesi industriali	1,9	9	5	12	10
Stati Uniti	-4,0	17	12	19	21
Altri paesi	6,0	-8	-8	-6	-11
B. Paesi non industriali	-9,1	-18	-13	-19	-25
Esportatori di petrolio	-1,8	6	-1	8	17
Altri paesi	-7,3	-24	-11	-27	-42
IX. Errori e omissioni	3,4	-8	1	-9	-23
A. Paesi industriali	1,8	-10	2	-11	-31
Stati Uniti	1,4	-5	2	-4	-20
Altri paesi	0,4	-5	—	-8	-11
B. Paesi non industriali	1,5	2	—	2	8
Esportatori di petrolio	0,4	1	—	—	8
Altri paesi	1,2	1	—	2	—

PAESI INDUSTRIALI: SALDI DELLE PARTIE CORRENTI
VARIAZIONI DELLE RISERVE E ESPORTAZIONI DI CAPITALI: 1970-80
(in miliardi di DSP)

	Conto corrente (a=b+c) (=e+k+i)	Attività di ris. non aggiustate (b)	Esport. nette di capitale (c=d+e)	Passività di riserva (-) (d)	Esportazioni locali di capitale			Demone- tizzazione dell'oro Aggiust. della valut. (i)	Attività di riserva aggiustate (f=b-i)	Riserve nette aggiustate (k+i+d)
					Totale (e=f+g+h)	A lungo termine (f)	A breve termine (g)			
Giappone	+28,9	+20,3	+0,6	-0,7	+1,3	+37,3	-37,2	+1,3	+16,5	+15,8
Germania	+14,2	+29,3	-15,2	-9,8	-5,4	-2,9	-4,1	+1,7	+25,5	+15,7
Svizzera	+14,1	+12,7	+1,4	-1,0	+2,5	(+44,8) ¹	(-5,6) ¹	+1,8	+10,9	+9,9
Paesi Bassi	+4,0	+4,0	-	-0,4	+0,5	+11,0	-12,3	+1,7	+7,5	+7,1
Stati Uniti	+2,7	+7,6	-4,8	-13,7	+132,8	+102,6	+82,5	+4,3	+3,3	-134,4
Italia	-2,5	+19,0	-21,5	-8,0	-13,6	-6,0	-8,8	+3,2	+15,8	+7,8
Belgio	-4,0	+1,8	-5,8	-3,8	-1,9	-0,8	-0,4	-3,0	+4,8	+0,9
Regno Unito	-5,2	+15,9	-21,1	-34,9	+13,8	+23,5	-	-0,3	+16,2	-18,7
Francia	-14,3	+15,2	-29,5	-1,2	-28,3	+18,0	-23,0	-4,7	+19,9	+18,7
Sottototale	+29,9	+125,8	-95,9	-197,5	+101,7	-	-	+5,4	+120,4	-77,2
+	+55,9	+125,8	+2,0	x	+150,9	-	-	+16,9	+120,4	+75,9
-	-26,0	-	-97,9	-197,5	-49,2	-	-	-11,5	x	-153,1
Altri paesi industriali	-105,3	+25,7	-131,0	-17,0	-114,1	-	-	+0,2	+25,5	+8,6
Paesi industriali	-75,4	+151,5	-226,9	-214,5	-12,4	+99,7	-	+5,6	+145,9	-68,6

1. La suddivisione per la Svizzera riguarda solo gli anni 1970-79; stime per il 1980 non sono state ancora pubblicate dal FMI.

TABELLA 5

POSIZIONE DEGLI STATI UNITI NEGLI INVESTIMENTI INTERNAZIONALI: 1969-1981
(in miliardi di dollari)

Fine anno	1969	1972	1978	1979	1980	1981 (provv.)	Fonte: Survey riga
I. Mercato monetario al netto	-20	-52	-110	-108	-82	-42	
1. Riserve	-3	-50	-154	-141	-149	-149	
2. Altri, Tesoro e banche	-17	-2	44	33	67	107	
A. Attività	<u>30</u>	<u>34</u>	<u>149</u>	<u>176</u>	<u>231</u>	<u>320</u>	
1. Riserve	17	13	19	19	27	32	3
2. Crediti di banche USA	13	21	131	157	204	288	21
B. Passività (-) verso	<u>-50</u>	<u>-86</u>	<u>-259</u>	<u>-284</u>	<u>-313</u>	<u>-363</u>	
1. Istituzioni ufficiali straniere	-20	-63	-173	-160	-176	-180	-25
2. Altri	-30	-22	-87	-124	-137	-183	-41
a) Istituz. finanziarie interaz.	-2	-2	-8	-8	-7	-8	
b) Banche	-24	-15	-60	-90	-100	-139	
c) Altri	-5	-5	-19	-26	-30	-36	
II. Altri conti capitali	78	89	187	203	205	197	
Attività	128	165	298	333	373	390	
Passività (-)	-51	-76	-111	-130	-168	-193	
1. Attività ufficiali	<u>31</u>	<u>36</u>	<u>54</u>	<u>58</u>	<u>64</u>	<u>69</u>	8
2. Investimenti diretti	<u>59</u>	<u>75</u>	<u>120</u>	<u>132</u>	<u>148</u>	<u>136</u>	
Attività	71	90	163	187	213	220	14
Passività (-)	-12	-15	-42	-54	-65	-84	-33
3. Portafoglio	<u>-13</u>	<u>-23</u>	<u>-</u>	<u>-2</u>	<u>-12</u>	<u>-13</u>	
Attività	19	28	53	57	62	68	15
Passività (-)	-32	-51	-54	-59	-74	-81	-34
4. Altri	<u>1</u>	<u>1</u>	<u>13</u>	<u>14</u>	<u>5</u>	<u>5</u>	
Attività	8	11	28	31	34	33	18
Passività (-)	-7	-11	-15	-17	-29	-28	-37
III. Totale rilevato, netto	58	37	77	95	123	155	
Attività	158	199	448	509	604	710	
Passività (-)	-100	-162	-370	-414	-481	-555	
IV. Non rilevato	<u>6</u>	<u>15</u>	<u>-7</u>	<u>-29</u>	<u>-59</u>	<u>-85</u>	
1. Assegnazioni di DSP (-)	x	-2	-3	-4	-5	-6	
2. Discrepanza statistica dopo il 1959	6	17	-4	-25	-54	-79	
V. Totale: III+IV	63	52	71	66	63	70	
1. Mercato monetario e assegnazioni di DSP	-20	-54	-113	-112	-87	-48	
2. Altro capitale, inclusa discrepanza statistica	83	106	184	178	150	118	

Fonti:

per il 1969 e il 1972: *Economic Report of the President*, insieme con *Annual Report of the Council of Economic Advisers* (gennaio 1981, Tabella B 103, p. 349) per il 1972; stime dal 1969 approssimativamente compiute sottraendo le stime 1970 della bilancia dei pagamenti dalle stime degli investimenti di fine 1970.

Per il 1978-1980: *Survey of Current Business*, agosto 1981, Tabella 3, p. 56.

Per il 1981: stime di fine 1980, più stime di bilancia dei pagamenti 1981, non comprendenti pertanto la valutazione e altri aggiustamenti che saranno indicati soltanto nel *Survey* di agosto o settembre 1982.

Note:

1. La linea I B 1 include "Altre passività del governo USA", concernenti principalmente contratti militari (linea 29 delle tabelle sugli investimenti e linea 11 della tabella 9 dell'articolo trimestrale sulla bilancia dei pagamenti del *Survey of Current Business*).

2. La scomposizione di linea I B 2 è data nell'ultima colonna della tabella 9 dell'articolo trimestrale del *Survey* sulla bilancia dei pagamenti.

3. Passività "contingent" per assegnazioni di DSP e "discrepanze statistiche post-1959" cumulative (nella linea IV) sono aggiunte alle stime del *Survey*. Ciò diminuisce notevolmente il *declino* indicato nella posizione degli investimenti netti (linea V) dal 1969 al 1972, ma anche i correlativi ingenti aumenti rilevati dal 1972 al 1978, e particolarmente per gli ultimi tre anni (1979-1981). L'indebitamento in DSP è rivalutato ai tassi di cambio del dollaro correnti alla fine dell'anno.

BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI: 1960-1981
(in miliardi di dollari)

	Medie annuali				Anni				Fonte: Survey riga
	1960-69	1970-72	1973-78	1978	1979	1980	1981		
I. Mercato monetario al netto	-2,7	-11,8	-10,9	-18,9	2,5	25,0	39,1		
1. Riserve	-1,3	-17,1	-17,9	-34,3	13,7	-8,5	-1,1		
2. Altri, Tesoro e banche	-1,4	5,3	7,0	15,3	-11,2	33,5	40,2		
A. Attività	0,3	0,9	18,3	32,9	27,3	55,1	89,6		
1. Riserve	-0,5	-1,6	0,7	-0,7	1,1	8,2	5,2	-38	
2. Crediti di banche USA	0,7	2,5	17,6	33,7	26,2	46,9	84,5	-(54+55)	
B. Passività (-) verso:	-2,9	-12,7	-29,2	-51,9	-24,8	-30,1	-50,5		
1. Istituz. uff. straniere	-0,8	-15,5	-18,6	-33,6	12,6	-16,6	-6,3		
a) Assegnaz. di DSP	x	-0,8	x	x	-1,1	-1,2	-1,1	-74	
b) Altri	-0,8	-14,8	-18,6	-33,6	13,8	-15,5	-5,2	-57	
2. Altri	-2,1	2,8	-10,6	-18,3	-37,4	-13,4	-44,2		
a) Passività di banche	-2,0	2,8	-9,2	-16,1	-32,6	-10,7	-41,3	-(72+73)	
b) Obblig. del Tesoro	-0,1	-	-1,4	-2,2	-4,8	-2,7	-2,9	-68	
II. Altri conti capitali	6,0	10,2	11,6	4,9	-1,1	-21,3	-32,5		
Attività	7,9	15,2	22,4	28,1	35,3	29,7	16,9		
Passività (-)	-1,9	-5,0	-10,9	-23,3	-36,4	-51,0	-49,5		
1. Attività ufficiali	1,6	1,7	3,1	4,6	3,8	5,2	5,1	-43	
2. Investimenti diretti	3,7	6,7	8,1	8,8	12,1	7,7	-11,7		
Attività	4,2	7,7	12,4	16,1	23,9	18,5	7,0	-48	
Passività (-)	-0,5	-0,9	-4,4	-7,9	-11,9	-10,9	-18,7	-65	
3. Portafoglio	-	-2,1	2,3	1,3	3,2	-2,1	-1,5		
Attività	1,0	0,9	4,5	3,6	4,6	3,3	5,5	-51	
Passività (-)	-1,0	-3,0	-2,2	-2,3	-1,3	-5,4	-7,1	-69	
4. Altri	0,1	-0,1	1,6	2,1	1,0	-2,5	0,1		
Attività	0,4	1,0	2,5	3,9	3,0	2,7	(-0,7)	-(52+53)	
Passività (-)	-0,4	-1,1	-0,9	-1,7	-2,1	-5,1	(0,8)	-(70+71)	
5. Discrepanze	0,6	4,0	-3,5	-11,4	-21,1	-29,6	-24,6	-75	

	Medie annue				Anni				Fonte: Survey riga
	1960-69	1970-72	1973-78	1978	1979	1980	1981		
III. Partite correnti (=I+II)	3,3	-1,6	0,6	-14,1	1,4	3,7	6,6	79	
A. Reddito netto su investimenti passati	4,9	7,2	15,9	21,4	33,5	32,8	36,8		
1. Incassi	7,1	13,1	29,9	43,3	66,7	75,9	90,1	(11+14+15)	
2. Pagamenti (-)	-2,3	-5,8	-14,0	-21,9	-33,2	-43,2	-53,3	(27+30+31)	
B. Transazioni correnti	-1,5	-8,9	-15,2	-35,5	-32,0	-29,0	-30,2		
1. Mercati	4,0	-2,0	-11,6	-33,8	-27,3	-25,3	-27,8	76	
2. Militari	-2,7	-3,2	-0,3	0,7	-1,9	-2,5	4,4	(3+19)	
3. Altri servizi	-0,1	-	1,5	2,6	2,8	5,9	-	(4 a 10 + 20 a 26)	
4. Pensioni e rimesse	-1,0	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,4	-2,3	(35+36)	
5. "Grants" governativi	-1,8	-2,0	-3,1	-3,2	-3,5	-4,7	-4,5	34	
Riconciliazione con la posizione rilevata degli investimenti netti				6,2	17,6	27,7	n.d.		
Variazione annua nella posizione rilevata netta:				8,8	-6,1	-6,9			
A. Valutazione e altri aggiustamenti				-2,7	23,7	34,5	32,2		
B. Flussi rilevati della bilancia dei pagamenti:				x	1,1	1,2	1,1	74	
1. Escluso assegnazioni DSP				11,4	21,1	29,6	24,6	75	
2. Escluso "discrepanza"				-14,1	1,4	3,7	6,6	79	
3. Partite correnti									