

Squilibri finanziari, cambio del dollaro e politica monetaria internazionale

I. Confesso di essere stupito e turbato dall'interpretazione ottimistica che molti dei nostri migliori commentatori economici, sia interni sia estranei all'Amministrazione Reagan, danno dell'andamento economico, monetario e finanziario internazionale, corrente e tendenziale.¹ Forse, peraltro, essi meritano anche le nostre congratulazioni per il loro ardito tentativo di trovare una spiegazione dello straordinario paradosso su cui da mesi si discute: il continuo, spettacolare rialzo del dollaro sul mercato mondiale dei cambi, malgrado l'altrettanto spettacolare disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti americana, disavanzo che nel 1984 è andato ben oltre i 100 miliardi di dollari, ampiamente superando l'importo totale raggiunto alla fine del 1969 o del 1970 dalle riserve ufficiali di tutto il mondo — qualcosa che nessun economista si sarebbe sognato di ritenere possibile.

Ognuno converrà che la soluzione dell'enigma sta nel fatto che le transazioni di parte corrente costituiscono ormai soltanto una piccola parte ("congetturabile" a circa un decimo?) dei movimenti valutari lordi, di fatto dominati dai movimenti di capitale. Ciò che deve essere spiegato è quindi l'enorme volume dell'afflusso netto di capitali che finanzia quel disavanzo. È opinione comune che in buona parte esso sia dovuto al differenziale dei saggi d'interesse che favorisce gli Stati Uniti rispetto ai principali mercati concorrenti per investimenti "sicuri" (in particolare Germania e Svizzera), differenziale a sua volta in gran parte derivante dalla pressione degli enormi disavanzi di bilancio sui bassi risparmi statunitensi. Per la maggior parte, i commentatori statunitensi tendono tuttavia ad attribuire a questo fattore un'importanza

¹ Cfr. ad es., "Strengthening U.S. Competitiveness", in *World Financial Markets*, settembre 1984; RIMMER DE VRIES, "U.S. Economic Policies in a Global Context", in *U.S. Competitiveness and its Implications for Europe* (CEPS Papers nos. 11/12/13, 1984) e le affermazioni di H. ROBERT HELLER agli *Hearings* del Joint Economic Committee of Congress (1° maggio 1984) e del Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs (giugno 1984).

minore rispetto ai commentatori esteri. Essi preferiscono sottolineare «la fiducia degli investitori esteri nella capacità dell'economia statunitense di crescere a tassi cospicui senza inflazione e la mancanza in altri paesi di un clima favorevole agli investimenti». ² Il peggioramento della bilancia commerciale degli Stati Uniti non dovrebbe minare eccessivamente tale fiducia, essendo dovuto alla più rapida crescita economica degli Stati Uniti rispetto all'Europa («circa 30 miliardi di dollari») e all'impatto della crisi finanziaria dell'America Latina sull'interscambio con gli Stati Uniti («20-25 miliardi di dollari») più che alla sopravvalutazione del dollaro («almeno 35 miliardi»). ³

Pur riconoscendo che imponenti afflussi di capitali non possono continuare indefinitamente e che un riaggiustamento verso il basso del cambio del dollaro e dei saggi d'interesse sia in futuro tanto auspicabile quanto inevitabile, i commentatori ottimisti vedono nella situazione attuale considerevoli vantaggi, non soltanto per gli Stati Uniti, ma anche per gli altri paesi. «Il disavanzo commerciale degli Stati Uniti ha funzionato da locomotiva, con grandi benefici per l'economia mondiale... Molti paesi hanno visto l'andamento complessivo delle proprie esportazioni dominato dall'aumento delle esportazioni verso gli Stati Uniti». ⁴ Quanto agli Stati Uniti, il disavanzo commerciale e l'elevato cambio del dollaro hanno contribuito a conservare a contenere il tasso di inflazione, mentre le ingenti importazioni di capitali hanno facilitato il finanziamento dei disavanzi di bilancio e stimolato la ripresa economica e l'occupazione. ⁵

Così, partendo da una spiegazione fattuale degli eventi economici, si tende a finire col giustificare (o imbellettare?) l'attuale politica statunitense e con l'invitare gli altri paesi industriali a seguirne l'esempio e ad adottare a loro volta politiche più espansive, a vantaggio loro, degli Stati Uniti e dei paesi meno sviluppati.

II. Gli argomenti ricordati hanno certo una loro parziale validità, ma non sono «né tutta la verità, né nient'altro che la verità». Essi sono molto convincenti per i politici statunitensi, la cui vita è facilitata, da una parte, dagli ovvi vantaggi procurati da un'inflazione interna contenuta grazie all'afflusso netto di merci estere di un valore ben superiore

² RIMMER DE VRIES, p. 49 dell'articolo citato alla nota precedente.

³ *Ivi*, p. 47.

⁴ *Ivi*, p. 48.

⁵ Cfr., ad es., le affermazioni di Heller a cui si fa riferimento nella nota 1.

ai 100 miliardi di dollari l'anno e acquistate a buon mercato per la forte sopravvalutazione del dollaro; e, dall'altra, da afflussi di capitali che finanziano disavanzi di parte corrente ancor più ingenti e oltre la metà di disavanzi di bilancio senza precedenti, pari a circa 200 miliardi di dollari l'anno in media. Gli altri paesi, tuttavia, pagano a caro prezzo il «ruolo di locomotiva» degli Stati Uniti sulle partite correnti della loro bilancia dei pagamenti. Per essi, gli elevati saggi d'interesse americani, il deflusso di capitali speculativi e la sopravvalutazione del dollaro significano un'accelerazione, piuttosto che una riduzione, del tasso interno di inflazione, ⁶ e la distrazione di più di 100 miliardi di dollari del loro risparmio interno a finanziare una gara suicida di superarmamenti tra le superpotenze anziché investimenti, ripresa ed occupazione all'interno. Certo, in simili sviluppi una parte di responsabilità spetta all'inadeguatezza delle loro stesse politiche; ma, come mostrerò fra poco, ⁷ gli attuali assetti istituzionali e politiche da tempo consolidate rendono per essi incomparabilmente più difficile seguire nelle loro politiche fiscali e monetarie l'esempio espansivo degli Stati Uniti.

Il più autorevole portavoce della Riserva Federale non si stancano di ammonire che una riduzione del cambio del dollaro e dei saggi di interesse è essenziale per una duratura ripresa sia all'interno sia all'estero. La situazione attuale e le prospettive sono infatti anche più allarmanti di quanto si sia in generale consapevoli. Si dia un'occhiata alle stime degli investimenti internazionali netti degli Stati Uniti, riassunte nella tabella 1. Gli ultimi dati annuali, pubblicati nell'agosto 1984 dal *Survey of Current Business*, li ponevano a 106 miliardi di dollari. Tale stima, però:

a) comprendeva all'attivo 79 miliardi di «aiuti all'estero», concessi in massima parte a lungo termine a paesi meno sviluppati e che difficilmente potrebbero essere mobilizzati in modo efficace per difendere il dollaro sul mercato dei cambi, ove le attività nette erano di soli 27 miliardi;

b) non comprendevano ingenti discrepanze statistiche (140 miliardi di dollari dal 1960 in poi), nelle note di commento del *Survey* (e da molti studiosi) costantemente segnalate come probabilmente dovute per la maggior parte ad afflussi di capitali non registrati; la loro

⁶ Specialmente in quanto molte importazioni da paesi terzi oltre che dagli Stati Uniti sono tradizionalmente negoziate in dollari che rincarano.

⁷ Cfr. la Sez. III.

inclusione integrale tra le passività porterebbe la posizione netta del "mercato dei cambi" da più 27 miliardi a meno 94 miliardi di dollari.

L'estrapolazione su base annua dei flussi di bilancia dei pagamenti registrati per i primi tre trimestri del 1984 potrebbe portare il deficit tra passività e attività del mercato dei cambi a più di 200 miliardi di dollari, a fronte di una posizione netta totale degli investimenti "rilevata" di 49 miliardi.

Nel breve commento allegato alla tabella 1 avverto che questa valutazione è eccessivamente pessimistica, potendo essere, con vari aggiustamenti relativi alla valutazione del prezzo dell'oro e al disavanzo delle "partite correnti", migliorata di 50 miliardi di dollari o anche più. Non ho tentato nessuna "congettura" al riguardo, essendo ovvio che un qualsiasi "miglioramento" del genere sarebbe molto più che compensato da:

a) un'estrapolazione nel quarto trimestre dell'84 del deterioramento dei flussi di bilancia dei pagamenti verificatosi nei primi tre trimestri rispetto al corrispondente periodo dell'83;

b) un'estrapolazione della valutazione in diminuzione e di altri aggiustamenti dell'82 (17 miliardi di dollari) e dell'83 (11 miliardi), la cui entità non verrà stimata prima della seconda metà di quest'anno;

c) dal fatto infine — il più importante di tutti — che più della metà dei 430 miliardi di dollari di crediti verso altri paesi denunciati dalle banche commerciali riguardano paesi (l'America Latina e le Filippine in particolare) considerati oggi praticamente insolventi, e non potrebbero essere efficacemente mobilitati oggi per difendere il dollaro sul mercato mondiale dei cambi.

Se e quando gli speculatori muteranno la loro valutazione del futuro andamento del dollaro, passando da previsioni di ulteriore apprezzamento a previsioni di deprezzamento, effetti a catena potrebbero svilupparsi, capaci di provocare una caduta catastrofica, a meno che gli Stati Uniti e le altre maggiori potenze finanziarie non attuino finalmente, ma tardivamente, le risoluzioni di Williamsburg del 1983 per politiche coordinate al fine di ridurre l'eccessiva instabilità dei cambi. L'incontro dei "cinque grandi" della metà del gennaio 1985 potrebbe rinnovare le speranze così costantemente tradite finora dalle politiche ufficiali.

Anche il migliore di tutti gli scenari possibili comporterebbe una riduzione da lungo desiderata del cambio del dollaro e dei saggi d'interesse.

III. *Peraltro, il maggior difetto delle prevalenti analisi degli sviluppi attuali e delle prospettive del mercato finanziario internazionale, e delle indicazioni di politica che se ne traggono, sta — a mio giudizio — nell'ignorare il ruolo fondamentale che nei movimenti di capitali gioca la persistente accettazione anche del dollaro carta inconvertibile come principale moneta mondiale parallela nei contratti e pagamenti internazionali e nell'accumulazione di riserve da parte delle banche sia commerciali sia centrali.*

Questo aspetto è posto in risalto dalle tabelle 2 e 4, in cui si distinguono due tipi di attività e passività del mercato dei cambi:

a) attività e passività di *mercato monetario*, e cioè:

- 1) come *attività*: attività ufficiali degli Stati Uniti sull'estero e crediti esteri delle banche statunitensi;
- 2) come *passività*: attività ufficiali dell'estero sugli Stati Uniti e altre attività estere private su banche statunitensi e in titoli del Tesoro, entrambe considerate più come riserve operative che come investimenti "a scopo di rendimento";

b) *altre attività e passività private*, tenute principalmente come investimenti fruttiferi finali (ma non necessariamente stabili) dai clienti del sistema bancario: investimenti diretti, investimenti di portafoglio, attività e passività statunitensi di aziende non bancarie, più la "discrepanza statistica" dei flussi cumulativi di bilancia dei pagamenti.

Accettando passività U.S. di mercato monetario in pagamento di propri surplus, i sistemi monetari di altri paesi finanziano i disavanzi americani con aumenti della loro offerta di moneta (biglietti di banca e depositi bancari), a rischio, naturalmente, di accelerare l'inflazione interna. In parole crude, essi lasciano che il governo americano manovri i loro "torchi stampa-moneta": ciò che il Presidente De Gaulle aveva definito, correttamente, «uno stravagante privilegio», ma che dovrebbe essere considerato anche una "terribile responsabilità" per il governo monetario mondiale.

Quel "privilegio" era stato usato responsabilmente e solo con moderazione nei primi vent'anni successivi alla seconda guerra mondiale, per scopi che meritavano il consenso generale: accelerare con prestiti e aiuti di capitali statunitensi la ricostruzione delle altre economie devastate dalla guerra e lo sviluppo economico del Terzo Mondo. Il primo abuso può esser fatto risalire alla fine degli anni sessanta, al tentativo del Presidente Johnson di finanziare le spese di guerra nel

Vietnam senza aumentare il prelievo fiscale interno, e venne assumendo un carattere esplosivo lungo gli anni settanta e nei primi anni ottanta, con il concomitante esplodere della corsa suicida ai superarmamenti tra Stati Uniti e Unione Sovietica. Le tabelle 2 e 4 mostrano che le "passività di mercato monetario" statunitensi costituiscono negli ultimi dieci anni più della metà delle complessive "passività del mercato dei cambi" U.S. Queste ultime si sono moltiplicate per nove tra la fine del 1970 e la fine del 1983, crescendo da 107 a 902 miliardi di dollari, e per 10 alla fine del 1984 (quando erano stimate a 1.012 miliardi), mentre le "passività di mercato monetario" erano stimate a circa 508 miliardi nel dicembre 1983, e a 554 miliardi nel dicembre 1984.

Ma non è tutto: il ruolo di moneta mondiale conferito al dollaro incide anche profondamente sulle *politiche* seguite dalle autorità monetarie e dalle banche commerciali statunitensi:

a) le *autorità monetarie* sono esentate dalla necessità di accumulare qualsiasi grossa somma di attività estere — come fanno gli altri paesi — per finanziare i loro disavanzi. Anche alla punta massima raggiunta alla fine del 1984, le attività estere "ufficiali"⁸ (sul Fmi, in Dsp ed in valute estere) non superavano 25 miliardi di dollari, mentre le passività verso istituzioni "ufficiali" estere assommavano a circa 190 miliardi di dollari.⁹

b) D'altra parte, le banche commerciali, inondate di depositi esteri, hanno svolto in pieno fino alla fine del 1982 il ruolo di "banche mondiali", facendo rifluire all'estero (per coprire gli interessi dovuti ai depositanti) anche più delle somme ricevute in deposito attraverso il solo mercato monetario. Così facendo, esse hanno contribuito potentemente al circolo vizioso dell'inflazione mondiale, rifornendo anche i paesi più inflazionistici di capitali superiori ai loro disavanzi di parte corrente, capitali che venivano reinvestiti sul mercato monetario statunitense, in una catena apparentemente senza fine.

Questo processo toccò il culmine nell'anno 1982, nel quale i crediti delle banche crebbero di 111 miliardi, giungendo il 31 dicembre a 405 miliardi di dollari, e si esaurì drammaticamente nel 1983, quando scoppiò la crisi debitoria mondiale e i prestiti delle banche aumentarono soltanto di 25 miliardi (a un totale di 430 miliardi) per arrestarsi completamente nel 1984. Esso potrebbe anche invertirsi domani, se le

⁸ Escluse le riserve auree, valutate a 11 miliardi di dollari.

⁹ Escluse, come si è fatto in tutte le tabelle, passività "contingenti" per allocazione di Dsp.

banche non si sentissero costrette a negoziare ulteriori prestiti per evitare che i debitori cessino di pagare almeno gli interessi.

Dobbiamo certo un plauso caloroso agli infaticabili negoziatori e banchieri per essere finora riusciti ad evitare un aperto e disastroso collasso del sistema finanziario e monetario internazionale. Ma una soluzione duratura richiede ancora, a mio avviso, le fondamentali riforme sulle quali il *Fondo monetario internazionale* nel 1972¹⁰ e il *Comitato dei Venti* nel 1974¹¹ avevano quasi raggiunto un accordo, dopo dieci anni di continue discussioni e negoziati, ma che furono disinvoltamente messe da parte con l'Accordo di Giamaica e col Secondo Emendamento dello Statuto del Fmi. Consultazioni preliminari su riforme di questo (o altro?) tipo sono previste per la seconda parte di quest'anno, ma è probabile che le difficoltà incontrate negli ultimi vent'anni permangano, viste le profonde e persistenti differenze di opinione ancora prevalenti sull'argomento tra gli Stati Uniti e le principali controparti negoziali.

Nel breve periodo, il meglio che si possa sperare è che un qualche radicale mutamento di politica degli Stati Uniti dia modo ad altri paesi, e in particolare ai paesi europei, di accettare i suggerimenti americani di condividere il ruolo di "locomotiva", ruolo reso più facile per gli Stati Uniti ma più difficile per gli altri paesi dal privilegio di "moneta mondiale parallela" conferito al dollaro in un sistema monetario e finanziario non riformato.

IV. Vorrei infine tornare sulle prospettive del sistema monetario e finanziario nel medio e soprattutto nel lungo periodo.

Attuali assetti istituzionali e politiche consolidate sono ovviamente destinati a cambiare radicalmente ... in meglio o in peggio. Mi soffermerò soltanto sul primo termine di questa alternativa, l'unico costruttivo per le autorità responsabili e i loro consiglieri, e considererò esclusivamente i mutamenti che ritengo possibili e desiderabili, ma che a molti sembreranno senza dubbio troppo ottimistici giudicando dall'esperienza del passato.

¹⁰ Cfr. il rapporto dei Direttori Esecutivi su *Reform of the International Monetary System*, Fmi, agosto 1972.

¹¹ Cfr. il "Report to Board of Governors by Committee of Twenty" del 14 giugno 1974 in *International Monetary Reform: Documents of the Committee of Twenty*, Fmi, 1974.

1. *Diminuire l'eccessiva dipendenza dagli Stati Uniti e dal dollaro*

Un numero sempre maggiore di paesi tenterà certamente, con più forza che mai, di diminuire la propria dipendenza eccessiva dai rischi sempre più gravi che provengono dalle politiche economiche, monetarie e finanziarie, interne ed estere, degli Stati Uniti. Essi dovrebbero essere in grado di ridurre lo strapotere del dollaro come moneta mondiale parallela. Gli stessi Stati Uniti hanno incoraggiato alcuni dei passi fatti in questa direzione — il *Sistema Monetario Europeo*, ad esempio, e la creazione iniziale del sistema dei *Dsp*, ripetutamente chiamati ad assumere un ruolo centrale negli accordi monetari internazionali.

Il dollaro continuerà tuttavia a svolgere un ruolo naturalmente predominante rispetto a qualsiasi altra moneta nazionale. La questione è se l'elemento "aggiuntivo" (e artificioso) di egemonia che gli proviene dalla sua accettazione come moneta mondiale debba essere trasferito ai *Dsp*, o ai gruppi regionali economici, monetari e finanziari, che stanno emergendo in varie parti del mondo.

2. *Decentralizzare il Sistema di Bretton Woods*

La mia prima risposta a questa questione è che i *Dsp* non prenderanno il posto del dollaro finché lo stesso *Fmi* non sia riformato in modo sostanziale. Gli altri paesi ritengono che le decisioni del Fondo siano spesso determinate in pratica (legalmente, e talvolta anche illegalmente) dagli Stati Uniti, fino a fare del Fondo un mero paravento dell'egemonia statunitense. Ciò si è riflesso in particolare sulla definizione dei *Dsp*, ora dominata in pratica dal tasso di cambio del dollaro carta anziché dall'immutabile contenuto aureo della definizione originaria.

Una seconda considerazione conferma questa prima risposta: il sistema monetario mondiale dovrebbe essere assai più decentralizzato (e più vicino alle sue radici) che non il sistema Bretton Woods, così da stimolare il potenziale per politiche coordinate (e addirittura per forme di integrazione), che, in un mondo altamente eterogeneo, è maggiore nell'ambito di gruppi "regionali" di paesi che a livello mondiale.

Questo è particolarmente vero per i paesi dell'Europa occidentale, la cui interdipendenza *economica* ben si accorda con le speranze *politiche* dei federalisti europei. Sarà più difficile per altre aree regionali che ambiscono pure alla cooperazione politica, ma in cui gli scambi, i servizi e i movimenti di capitali *reciproci* sono spesso minimi, mentre il

grosso delle transazioni con l'estero è suddiviso tra la Comunità europea, gli Stati Uniti e il Giappone.¹² Questi paesi dovranno escogitare obiettivi di politica valutaria non facili — che tengano conto delle loro ingenti transazioni con l'Europa occidentale e il Giappone — e molto meno dominati dal cambio del dollaro di quanto siano oggi.

Quanto ai paesi comunisti, le scarse statistiche disponibili mostrano chiaramente che le relazioni economiche di gran lunga prevalenti sono quelle con l'Europa occidentale, mentre sono minime quelle con gli Stati Uniti e il Giappone.

Il sistema monetario internazionale si sta evolvendo verso un sistema *oligopolare*:

a) un'area del dollaro, che comprende la maggior parte dell'emisfero occidentale, ma anche paesi dell'Asia e del Pacifico. Peraltro, considerazioni economiche, soprattutto per il Canada e l'America Latina, possono essere in conflitto con considerazioni politiche per quanto riguarda l'accettabilità di un'eccessiva predominanza degli Stati Uniti;

b) un'area centrata sull'Ecu, comprendente tutta l'Europa occidentale e verso la quale tenderebbero a gravitare la maggior parte dei paesi dell'Africa e del Medio Oriente, e forse l'Australia e la Nuova Zelanda;

c) un'area asiatica, centrata sullo yen giapponese, ma soggetta a vincoli politici analoghi a quelli ricordati al punto a;

d) un'area del rublo, fortemente dominata dall'Unione Sovietica, soprattutto finché non si attenuerà la guerra fredda;

e) un'area gravitante verso la Cina comunista, o forse comprendente soltanto questo "Empire du Milieu".

3. *L'evoluzione del Sistema Monetario Europeo e dell'Ecu*

Mi sembra appropriato concludere con un breve cenno alla più spettacolare costruzione successiva al crollo di Bretton Woods: il *Sistema Monetario Europeo*, quale è oggi in vigore e quale dovrebbe ulteriormente svilupparsi non soltanto nei prossimi anni, ma anche nei prossimi mesi.

¹² Cfr. la tabella 5, preparata da Marc Bodson.

a) La proposta dello Sme fu formulata nell'aprile del 1978 dal Cancelliere Schmidt e dal Presidente Giscard d'Estaing al Consiglio Europeo di Copenhagen, e approvata ufficialmente tre mesi dopo al convegno di Brema; le regole di attuazione furono adottate dal Consiglio di Bruxelles nel dicembre dello stesso anno. Si noti che ciò avvenne in un periodo in cui il dollaro era molto debole e ingenti flussi valutari si indirizzavano verso il forte marco tedesco, rendendo così molto più difficile la gestione monetaria in Germania. Il Cancelliere Schmidt e i suoi consiglieri pensarono che un accordo del tipo dello Sme avrebbe potuto disperdere più facilmente questi flussi di dollari verso i paesi associati, che li avrebbero graditi come utili a contribuire alle loro politiche stabilizzatrici. Questa tesi ebbe alla fine la meglio sulla tenace opposizione della Bundesbank.

Il successivo rafforzamento del dollaro privò però i fautori dello Sme di questa giustificazione e determinò il rinvio a tempi indefiniti dell'impegno del Trattato a trasformarlo, entro due anni, in un *Fondo di Riserva Europeo*.

Sottolineo questa cornice storica perché un nuovo indebolimento del dollaro e crisi forse anche più gravi per esso prospettate in questo articolo e da gran parte degli studiosi dovrebbero ricreare un contesto favorevole alla prosecuzione del programma originario e rendere il rafforzamento dello Sme una *conditio sine qua non* per ridurre la dipendenza dell'Europa dal comportamento erratico del dollaro. Conforta in questo senso il fatto che il nuovo presidente della Commissione CEE, Jacques Delors, dopo aver deciso di tenere nelle sue mani il "Direttorato generale II sugli affari economici e finanziari", abbia sottolineato nel suo discorso inaugurale al Parlamento Europeo¹³ l'importanza cruciale da attribuire al rafforzamento e all'espansione dello Sme in un programma *Europeo* concordato per la ripresa economica e la riduzione della disoccupazione.

Ovviamente, da serio realista, Delors esclude che si possa creare nei quattro anni del suo mandato una vera moneta europea che si sostituisca alle attuali monete nazionali dei paesi membri. Ciò richiederebbe infatti piena fiducia nella capacità dei paesi membri di evitare fondamentali squilibri di bilancia dei pagamenti grazie alla effettiva eliminazione dei persistenti differenziali nell'evoluzione dei prezzi interni e dei livelli dei costi. I notevoli progressi, pur compiuti dalla primavera del 1983 in questa direzione, sono ancora troppo recenti, modesti per escludere del tutto la necessità

¹³ Il 14 gennaio 1985.

di ricorrere in futuro ad ulteriori riallineamenti delle parità centrali senza imporre sostegni finanziari su scala inaccettabile tanto per i debitori quanto per i creditori.

Quel che si è finora raggiunto, e da cui occorre partire, è la salvaguardia, o il rapido ripristino, di tassi di cambio *reali*, piuttosto che *nominali*, a livelli *competitivi* tra i paesi membri.¹⁴ Tassi differenziali di incremento dei prezzi e dei costi interni sono stati compensati da appropriati riallineamenti delle parità per preservare tale competitività. È infatti questo il ruolo cruciale, essenziale, di un sistema di cambi, fintanto che non sia possibile assicurare la concomitante stabilità di cambi *nominali* con una più completa armonizzazione delle politiche interne economica, fiscale e monetaria.

Il successo raggiunto in tal senso dallo Sme è tuttavia largamente dovuto alla forza del dollaro, che fa diminuire le tensioni dei tassi di cambio tra le monete più deboli e più forti della Comunità. Uno Sme non riformato potrebbe dimostrarsi incapace di dominare le tensioni che seguirebbero in un domani da un rafforzamento del marco tedesco nei confronti di un dollaro che si andasse deprezzando in misura notevole.

Il Presidente Delors e la Commissione stanno perciò lavorando su un programma concreto e immediatamente attuabile di ampliamento del ruolo dell'Ecu, sia nelle transazioni ufficiali sia nel settore privato. Egli ritiene, e io sono d'accordo, che «il peso gravante oggi sul dollaro sia eccessivo» e dovrebbe essere condiviso dall'Europa mediante un maggior sostegno all'Ecu come *moneta di riserva*. «Se ciò avvenisse, saremmo in una posizione più solida per chiedere al Giappone di assumersi la sua parte di responsabilità e per convincere gli Stati Uniti a introdurre quella disciplina interna che condurrebbe a una relativa stabilità dei cambi e a una distribuzione più equilibrata dei flussi di risparmi e di capitali».

Non è necessario che mi soffermi sui notevoli sviluppi e sulle prospettive future dell'Ecu nelle istituzioni e nelle politiche ufficiali e soprattutto sul mercato privato, che normalmente prende l'iniziativa e determina il successo o il fallimento di fondamentali riforme monetarie, sia nazionali sia internazionali.¹⁵ Gli investimenti denominati in Ecu

¹⁴ In netto contrasto con le successive ondate di crescente sottovalutazione (sovracompetitività) e poi di crescente sopravvalutazione (sottocompetitività) del dollaro.

¹⁵ Posso semplicemente far riferimento al periodico *Ecu Newsletter* dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino e a due delle mie pubblicazioni più recenti: "The European Monetary System:

sono aumentati enormemente, malgrado fossero, ovviamente, meno profittevoli in un periodo in cui l'apprezzamento del dollaro nei confronti dell'Ecu assai più che compensava piccoli divari nei tassi di interesse. È lecito attendersi che crescano in molto maggior misura, se un deprezzamento del dollaro sostituisse con profitti le precedenti perdite di cambio sulle attività in Ecu.

* * *

Per concludere, posso offrire soltanto tre osservazioni incontrovertibili:

- l'attuale panorama finanziario internazionale è destinato a mutare radicalmente nei prossimi anni, forse nei prossimi mesi.
- Perché esso possa evolvere verso il meglio anziché verso il peggio, dosi eccezionali di saggezza, coraggio e fortuna saranno necessarie alle autorità responsabili della politica economica e finanziaria.
- Ogni mutamento verso il meglio richiederà, ed è probabile che sia avviato da, un intensificarsi della cooperazione a livello regionale, soprattutto nello Sme, oltre che a livello mondiale.

ROBERT TRIFFIN

Tombstone or Cornerstone?", in *The International Monetary System: Forty Years after Bretton Woods*, Federal Reserve Bank of Boston, pp. 127-178; "Sistema monetario europeo e scandalo monetario mondiale", *Politica ed economia*, dicembre 1984, pp. 49-51.

TABELLA 1

INVESTIMENTI INTERNAZIONALI NETTI DEGLI STATI UNITI: 1959-1974
(in miliardi di dollari)

Fine anno	1959	1970	1972	1979	1983	Sett. 1984	Dicembre 1984 (stima)
I. Rilevazioni ufficiali	43	58	37	94	106	49	30
A. Aiuti estero	16	32	36	58	79	84	86
B. Mercato cambi	27	26	1	36	27	- 35	- 56
II. Discrepanza statistica dal 1960	x	+ 6	+ 17	- 31	- 120	- 140	- 147
III. Discrepanza inclusa come capitali non rilevati deflussi (+) o afflussi(-)	43	64	54	64	- 14	- 92	- 117
A. Aiuti estero	16	32	36	58	79	84	86
B. Mercato cambi	27	32	18	5	- 94	- 176	- 203

Fonti:

1. Per la posizione rilevata di fine anno: a) 1970-1983: *Survey of Current Business*, U.S. Dept. of Commerce, agosto 1984, p. 40; b) 1959: *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, (Washington, DC, 1975) p. 868.
2. Per la discrepanza statistica: *Survey of Current Business*, giugno 1984, pp. 42-43, linea 63 con segno inverso.
3. Per la stima dic. 1984: fine 1983 (dato aggiustato) più soli flussi di bilancia dei pagamenti genn.-sett. 1984 (aggiustamenti non ancora disponibili) a tassi annuali.

Nota: Divari di addizione, in questa e nelle altre tabelle, dipendono da arrotondamenti di decimali.

Brevi commenti:

1. *Attività da aiuti all'estero*, in prevalenza a lungo termine e a favore di paesi sottosviluppati, difficilmente potrebbero essere usate per difendere il dollaro sul mercato dei cambi.
2. *La discrepanza statistica* è ripetutamente indicata negli articoli del *Survey* come probabilmente dovuta per lo più a movimenti di capitali non rilevati; essa fu (in modo più appropriato) inclusa fino al 1900 nella posizione degli investimenti netti riportata nelle *Historical Statistics*, così pareggiando le sue variazioni annue con il saldo rilevato nelle partite correnti. Questo non è più avvenuto dopo quell'anno. (La discrepanza accumulata per gli anni 1901-1959 assomma a 8,6 miliardi di dollari, ma non è inclusa in questa tavola).
3. Superfluo dirlo, questi dati devono essere presi con sacchi — più che con grani — di sale. Non mi arrischiò, per esempio, a congetturare il prezzo al quale le riserve in oro (valutate qui a 35 dollari l'oncia fino al 1970, a 38 dollari nel 1972 e a 42,22 dollari in seguito) potrebbero essere vendute sul mercato, né quale porzione dell'enorme asimmetria nelle transazioni di conto corrente pubblicate per il mondo nel suo complesso (pari a 242 miliardi di dollari per gli anni 1973-1983 nelle *Balance of Payments Statistics* del FMI, Vol. 34 dell'Annuario, Parte 2, p. XII) dovrebbe essere attribuita alla sovastima del disavanzo USA in conto corrente piuttosto che a non rilevati afflussi di capitale.

TABELLA 2

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ DI MERCATO DEI CAMBI DEGLI STATI UNITI 1959-1983
(fine anno, miliardi di dollari)

	1959	1970	1972	1979	1980	1981	1982	1983
I. Attività	66	139	180	452	543	651	764	808
<i>A. Mercato monetario</i>	25	28	34	176	231	324	439	464
1. Attività ufficiali	22	14	13	19	27	30	34	34
a) Oro	20	11	10	12	11	11	11	11
b) Altre	2	3	3	7	16	19	23	23
2. Crediti bancari	4	14	21	157	204	294	405	430
<i>B. Altre, private</i>	41	111	146	276	312	328	325	344
1. Discrepanza post-1959	x	6	17	—	—	—	—	—
2. Rilevate	41	105	129	276	312	328	325	344
a) Investimenti diretti	30	75	90	188	215	228	222	226
b) Titoli esteri	9	21	27	57	63	63	76	85
c) Aziende non bancarie	3	9	11	31	35	36	28	33
II. Passività (-)	-39	-107	-162	-447	-557	-655	-800	-902
<i>A. Mercato monetario</i>	-19	-50	-85	-284	-313	-364	-446	-508
1. Passività "ufficiali"	-11	-26	-63	-160	-176	-180	-189	-194
2. Altre	-9	-24	-22	-125	-137	-184	-257	-314
a) Passività bancarie	-7	-23	-21	-110	-121	-165	-231	-280
b) Titoli del Tesoro	-2	-1	-1	-14	-16	-19	-26	-34
<i>B. Altre, private</i>	-20	-57	-76	-163	-243	-290	-354	-394
1. Discrepanza post-1959	x	—	—	-31	-56	-78	-111	-120
2. Rilevate	-20	-57	-76	-132	-188	-212	-242	-273
a) Investimenti diretti	-7	-13	-15	-54	-83	-106	-122	-133
b) Titoli USA diversi da titoli del Tesoro	-11	-35	-51	-59	-74	-75	-94	-115
c) Aziende non bancarie	-2	-9	-11	-19	-30	-31	-27	-25
III. Attività nette	+27	+32	+18	+5	-13	-4	-36	-94
<i>A. Mercato monetario</i>	+6	-22	-51	-108	-83	-41	-8	-44
1. Ufficiali	+11	-12	-50	-141	-149	-150	-155	-160
a) Oro	20	11	10	12	11	11	11	11
b) Altre	-9	-23	-60	-152	-160	-161	-166	-171
2. Altre	-5	-10	-2	+32	+66	+110	+147	+116
<i>B. Altre, private</i>	+22	+54	+70	+114	+69	+36	-28	-49
1. Discrepanza post-1959	x	+6	+17	-31	-56	-78	-111	-120
2. Rilevate	+22	+48	+52	+144	+125	+115	+83	+71
a) Investimenti diretti	+23	+62	+75	+133	+132	+122	+100	+93
b) Invest. di portafoglio	-3	-14	-23	-2	-11	-12	-18	-30
c) Aziende non bancarie	+1	—	+1	+13	+4	+5	+1	+8

Fonti: cfr. Tabella 1.

TABELLA 3

VARIAZIONI ANNUE MEDIE DELLA POSIZIONE NETTA DEGLI INVESTIMENTI INTERNAZIONALI DEGLI STATI UNITI
per fonti: Valutazione e altri aggiustamenti, assegnazioni di DSP e flussi in conto corrente di bilancia dei pagamenti: 1960-1984
(miliardi di dollari)

	1960-70	1971-72	1973-79	1980-83	1980	1981	1982	1983	1984 ¹
<i>Stime aggiornate</i>	+1.9	-4.9	+1.3	-19.5	-13.3	+14.7	-26.5	-52.9	n.d.
I. Aggiustamenti	-1.5	-2.1	+1.1	-9.4	-16.4	+7.3	-17.3	-11.3	n.d.
II. Assegnazioni DSP	+0.1	+0.7	+0.2	+0.6	+1.2	+1.1	—	—	—
III. Altri flussi di capitale rilevati in conto corrente	+3.3	-3.6	+0.1	-10.6	+1.9	+6.3	-9.2	-41.6	-103.0
<i>A. Redditi su precedenti investimenti</i>	+5.1	+7.7	+18.0	+29.0	+30.4	+34.1	+27.8	+23.5	+19.8
<i>B. Altri flussi in conto corrente</i>	-1.7	-11.3	-18.0	-39.6	-28.5	-27.8	-37.0	-65.1	-122.9
1. Da scambi commerciali	+3.9	-4.3	-14.0	-37.8	-25.5	-28.0	-36.5	-61.1	-113.1
2. Per scopi militari	-2.8	-3.2	-0.5	-0.7	-2.2	-1.1	+0.2	+0.5	-1.4
3. Altri servizi	-0.1	-0.1	+1.7	+6.5	+6.3	+8.2	+7.3	+4.1	+1.1
4. Trasferimenti unilaterali	-2.8	-3.8	-5.2	-7.7	-7.1	-6.8	-8.1	-8.7	-9.5

Fonti:
1. Per le *Stime aggiornate* della prima linea: differenze fra periodi di linee III della tabella 1 (e tabella 2 per le ultime quattro colonne) divise per il numero di anni di ciascun periodo.
2. Per gli *Aggiustamenti* di linea I: differenza tra *Stime aggiornate* e somma di linee II e III.
3. Per le stime di tutte le altre linee: *Survey of Current Business*, giugno 1984, pp. 42-43.

Note:
1. Per i primi tre trimestri, a tassi annuali.

TABELLA 4

AGGIORNAMENTO PARZIALE DELLE TABELLE 2 E 3: 1982-1984
(miliardi di dollari)

	Flussi annuali		Fine anno		
	1982	1983	1984 ¹	1983 ²	1984 ³
1. Capitale netto aggiustato (2 + 3)	- 26.5	-52.9	n.d.	- 14.4	n.d.
2. Aggiustamenti	- 17.3	-11.3	n.d.	x	n.d.
3. Flussi di bilancia dei pagamenti	- 9.2	-41.6	-103.0	- 14.4	-117.4
4. Aiuto estero	+ 6.1	+ 5.0	+ 6.3	+ 79.3	+ 85.6
Attività nette del mercato dei cambi (3 - 4 = A + B = I + II)	- 15.3	-46.6	-109.4	- 93.7	-203.1
A. Mercato monetario "Ufficiali"	+ 39.7	-36.5	- 42.9	- 44.5	- 87.4
Altre attività	+ 1.6	- 4.1	+ 8.2	-160.2	-151.9
B. Altre, private	+ 38.1	-32.4	- 51.2	+115.7	+ 64.5
Discrepanza	- 55.1	-10.0	- 66.4	- 49.3	-115.7
Rilevate	- 32.9	- 9.3	- 26.6	-120.4	-147.0
	- 22.2	- 0.7	- 39.8	+ 71.1	+ 31.3
I. Attività lorde	+112.8	+44.5	+ 0.3	+808.1	+808.5
A. Mercato monetario "Ufficiali"	+116.0	+26.6	+ 3.1	+463.7	+466.8
Crediti bancari	+ 5.0	+ 1.2	+ 2.7	+ 33.7	+ 36.4
	+111.1	+25.4	+ 0.4	+430.0	+430.4
B. Altre, private	- 3.3	+17.9	- 2.8	+344.4	+341.6
II. Passività lorde (-)	-128.1	-91.1	-109.7	-901.9	-1,011.6
A. Mercato monetario "Ufficiali"	- 76.3	-63.1	- 46.0	-508.2	-554.2
Passività bancarie e titoli del Tesoro	- 3.3	- 5.3	+ 5.5	-193.9	-188.4
	- 73.0	-57.8	- 51.6	-314.3	-365.8
B. Altre, private	- 51.8	-27.9	- 63.7	-393.7	-457.4
Discrepanza	- 32.9	- 9.3	- 26.4	-120.4	-147.0
Altre	- 18.9	-18.6	- 37.0	-273.3	-310.3

Note:

¹ Stima provvisoria: primi tre trimestri, a tasso annuale (sottostima il probabile disavanzo per anno).² Con aggiustamento.³ Ante aggiustamenti 1984, che saranno pubblicati solo a metà 1985.

TABELLA 5

DISTRIBUZIONE PER "REGIONI" DEL COMMERCIO MONDIALE NEL 1983
(Esportazioni + importazioni in % del totale mondiale per ciascuna "regione" o nazione)

Con → Esportazioni e importazioni di ↓	I. Aree orientate verso l'Europa		A. Europa Occidentale			B. Medio Oriente e Africa ¹			C. Paesi comunisti ²			D. Australia, Nuova Zelanda, Sud Africa			II. Emisfero occidentale			III. Asia			IV. Mondo			
	1. Comunità europea	2. Altre nazioni dell'Europa Occ.	1. Stati Uniti	2. Altre nazioni medio-orientali	3. Altre nazioni africane	1. Stati Uniti	2. Giappone	3. Altre nazioni	1. Stati Uniti	2. Giappone	3. Altre nazioni	1. Stati Uniti	2. Giappone	3. Altre nazioni	1. Stati Uniti	2. Giappone	3. Altre nazioni	1. Stati Uniti	2. Giappone	3. Altre nazioni	1. Stati Uniti	2. Giappone	3. Altre nazioni	
I. Aree orientate verso l'Europa	77	58	46	12	10	3	3	4	7	2	13	8	1	3	10	5	5	100						
A. Europa Occidentale	82	65	51	13	11	3	3	5	5	2	12	8	1	3	6	2	3	100						
1. Comunità europea	83	65	52	13	11	3	3	5	4	2	12	8	1	3	6	2	4	100						
2. Altre nazioni dell'Europa Occ.	82	63	49	13	11	3	4	4	7	1	13	8	1	3	6	3	3	100						
B. Medio Oriente e Africa¹	60	46	37	9	9	4	2	2	4	1	16	10	1	5	25	15	10	100						
1. Arab Gulf Cooperation Council	45	33	27	6	10	5	3	2	1	2	14	10	-	3	42	27	15	100						
2. Altre nazioni medio-orientali	66	47	35	12	9	4	3	1	9	1	14	7	1	6	19	11	8	100						
3. Altre nazioni africane	73	60	50	10	7	2	1	4	4	1	19	13	1	5	8	4	5	100						
C. Paesi comunisti²	83	43	31	13	9	-	5	3	30	1	8	3	1	3	9	4	5	100						
D. Australia, Nuova Zelanda, Sud Africa	45	31	26	6	6	3	1	2	2	6	20	17	2	1	35	21	14	100						
II. Emisfero occidentale	33	22	17	5	7	3	2	3	2	2	48	21	13	14	20	11	9	100						
A. Stati Uniti	37	25	20	5	8	3	1	4	1	3	35	x	20	15	27	14	13	100						
B. Canada	14	9	8	2	2	-	1	1	2	1	77	73	x	4	9	6	4	100						
C. America Latina	35	23	17	5	9	3	3	3	3	1	57	34	3	20	8	5	3	100						
III. Asia	37	15	12	3	15	11	3	2	2	4	27	22	2	3	36	11	25	100						
A. Giappone	42	13	10	3	20	15	4	2	2	6	33	26	3	5	25	x	25	100						
B. Altre nazioni	33	16	13	3	11	7	3	2	3	3	22	18	2	2	45	20	25	100						
IV. Mondo	60	43	34	9	11	4	3	4	5	2	23	13	4	6	17	8	9	100						

Fonte: Direction of Trade Statistics: Yearbook 1984, International Monetary Fund, 1984.

Segni e note:

-: meno di 0,5%.

x: l'intravalle di singole nazioni non entra nei calcoli del commercio estero.

*: le cifre tra le linee diagonali mostrano la proporzione degli scambi reciproci negli scambi totali con il mondo.

¹ Escluso, per ovvie ragioni politiche, Israele, incluso qui nell'Europa Occidentale, con le quali svolgeva nel 1983 più del 58% del suo commercio con l'estero (meno del 26% con gli Stati Uniti, e del 17% con tutti i restanti paesi). Considerazioni finanziarie e politiche potrebbero, peraltro, suggerire un raggruppamento di Israele con gli Stati Uniti.² Gli scarsi dati statistici disponibili — provenienti per lo più dai paesi "partner" — impediscono calcoli esatti, ma mostrano *ad abundantiam* che le relazioni economiche dei paesi comunisti si svolgono prevalentemente con l'Europa Occidentale e in misura esigua con gli Stati Uniti e il Giappone.