

Il « transfer gap » degli Stati Uniti

Alcuni anni fa proponevo una nuova interpretazione del deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, suggerendo di spiegarlo come un problema di « trasferimento » di capitale. Gli Stati Uniti eseguivano trasferimenti finanziari verso l'estero — per spese militari, prestiti governativi e privati e investimenti diretti — in quantità non bilanciate, per diverse ragioni, da trasferimenti reali, ossia da un surplus di esportazioni sulle importazioni di beni e servizi. Ho sostenuto e difeso tale interpretazione in vari articoli e libri (1).

In almeno due occasioni — nel 1962 e nel 1963 — ho accompagnato tale ipotesi con l'ottimistica previsione che il problema del « trasferimento » sarebbe stato alla fine risolto grazie all'espansione monetaria nei paesi eccedentari, accompagnata da un aumento dei prezzi superiore a quello degli Stati Uniti. Questa previsione non si è avverata, il che non compromette, tuttavia, la validità della mia ipotesi, essendo piuttosto chiaro perché le cose sono andate diversamente. Gli Stati Uniti, dopo aver perseguito per diversi anni una cauta politica di stabilizzazione del livello dei prezzi, intrapresero nel 1963 una politica di espansione monetaria e fiscale intesa a ridurre la disoccupazione ed accelerare il tasso di sviluppo economico. Contemporaneamente, i paesi con le più alte eccedenze nella bilancia dei pagamenti decisero di diminuire il tasso d'inflazione interna. Non biasimo alcun governo per le decisioni prese, per quanto mi sembri giusto affermare che tutti i paesi si sono spinti un po' troppo in là nell'ansia di far bene: gli Stati Uniti hanno esagerato nel rilassamento fiscale, gli Europei hanno stretto troppo i freni monetari. Se accenno a questi fatti è soltanto per spiegare perché sbagliavo a contare sugli

(1) *Pessimismo del dollaro e oro*, « Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali », vol. IX (1962), pp. 1108-1119; *Das Transfer-problem: Thema und vier Variationen*, « Ordo », vol. XIV (1963), pp. 139-167; *International Payments, Debts and Gold*, New York, Scribner's, 1964, pp. 386-395; *Involuntary Foreign Lending* (Stockholm: Almqvist & Wiksell, 1965), pp. 51-57; *The 1968 Economic Report of the President*, Udienze del Joint Economic Committee, Congresso degli Stati Uniti, 90° Congresso, 2ª Sessione, Parte II (Washington, febbraio 1968), pp. 399-416.

scarti tra i tassi d'inflazione per la soluzione del problema dei trasferimenti degli Stati Uniti.

Nel presente studio intendo riformulare la mia ipotesi, offrirne, a sostegno, un'illustrazione statistica e indicare perché considero inutili, o peggio, le ricette ufficiali per l'eliminazione del deficit. Poiché peraltro esistono molte altre interpretazioni dello sbilancio, ritengo opportuno esporre per prima cosa le ragioni per cui preferisco la mia.

I. Il disavanzo cronico.

Vi sono molti modi di definire e misurare un deficit della bilancia dei pagamenti. Secondo diverse definizioni, il deficit degli Stati Uniti ebbe inizio nel 1950, ed è tuttora rilevante. Le caratteristiche del deficit sono andate mutando nel corso degli anni; ad esempio, nei primi anni molti parlavano di « scarsità del dollaro »; negli ultimi otto o dieci anni, invece, si parla di « sovrabbondanza di dollari ». Alcuni continuano ancora a protestare contro chi definisce la situazione dei pagamenti statunitensi come un vero e proprio deficit. È forse meglio, allora, specificare in base a quale sistemazione statistica dei dati può parlarsi di un deficit della bilancia dei pagamenti che dura da diciotto anni. Le cifre più di frequente citate sono quelle pubblicate dal Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti sotto il titolo « saldo della bilancia dei pagamenti *on liquidity basis* »: il deficit in questo caso viene misurato dalla diminuzione delle attività ufficiali di riserva degli Stati Uniti *più* l'aumento delle passività liquide verso l'estero.

Dal 1950, in diciassette anni su diciotto la bilancia dei pagamenti è stata in passivo secondo la suddetta definizione (2). Di questi passivi sono state offerte svariate interpretazioni.

Ipotesi alternative.

Secondo la mia interpretazione, il motivo per cui i rilevanti trasferimenti finanziari degli Stati Uniti non sono stati controbilanciati dai surplus delle loro esportazioni verso il resto del mondo è che, in

(2) Persino l'unico surplus, che si ebbe nel 1957, l'anno successivo alla crisi di Suez, si trasformerebbe in un deficit se gli « errori e omissioni » fossero registrati « sotto la linea », venissero cioè trattati quali voci compensative anziché come afflussi di capitale a lungo termine non registrati.

assenza di una sufficiente espansione della domanda, dei redditi e dei prezzi negli altri paesi, soltanto penose dosi di deflazione negli Stati Uniti o una riduzione indesiderata del tasso di cambio del dollaro avrebbero potuto assicurare le riduzioni dei redditi e dei prezzi relativi necessarie ad accrescere i surplus delle esportazioni al livello richiesto. Questa diagnosi, unitamente ad altri fattori che discuterò in seguito, non permette alcun ottimismo circa l'eliminazione del deficit in un prevedibile futuro.

Altre interpretazioni conducono a conclusioni diverse. Passerò in breve rassegna sette ipotesi, scelte tra quelle alternative alla mia; esse consentono o implicano una diagnosi ottimistica: il problema o non è allarmante o verrà presto a cadere. Formulerò le diverse ipotesi una per una, aggiungendo, in ogni caso, le ragioni del mio dissenso.

Ipotesi n. 1: il persistente deficit statistico non è un sintomo di squilibrio, ma solo un riflesso dell'intermediazione finanziaria delle banche americane, intesa a soddisfare l'alta propensione alla liquidità di risparmiatori e investitori esteri. Tutto andrà bene non appena le autorità monetarie degli altri paesi capiranno come stanno le cose, e acconsentiranno ad accumulare dollari in quantità sempre crescenti. Obiezione: le autorità estere non accetteranno tale interpretazione del nostro deficit, anche se noi fossimo disposti ad accettarla (e io non lo sono).

Ipotesi n. 2: la lunga serie di disavanzi è dovuta ad un insieme di colpi di sfortuna — dai ritardi nell'introduzione delle automobili « compatte » e dagli scioperi in industrie chiave ad aumenti improvvisi degli investimenti diretti all'estero, e via dicendo. La serie di sfortunati incidenti finirà per interrompersi e il deficit sparirà da sé. Risposta: è difficile credere alla cattiva sorte dopo diciotto anni di deficit.

Ipotesi n. 3: il deficit degli ultimi anni è stato provocato dalla troppo indulgente politica fiscale; l'aumento delle imposte e la riduzione della spesa governativa nel '68 arresteranno l'inflazione e ristabiliranno l'equilibrio nei conti con l'estero. Risposta: la riduzione del deficit statale era indispensabile se si voleva impedire che il deficit della bilancia dei pagamenti si aggravasse; ma una politica disinflazionistica di questo tipo non è sufficiente a eliminarlo, a meno che i paesi eccedentari non indulgano a politiche inflazionistiche, cosa che non hanno intenzione di fare e che — eccettuata la Francia — sono in grado di evitare.

Ipotesi n. 4: il deficit degli ultimi tre anni può essere attribuito alla spirale salari-prezzi, che girerebbe più rapidamente negli Stati Uniti che nei paesi eccedentari; non appena gli Stati Uniti saranno riusciti a rallentare l'inflazione dei costi, la bilancia dei pagamenti migliorerà rapidamente. Risposta: i paesi eccedentari non sono meno ansiosi degli Stati Uniti di frenare la spinta dei costi e — eccettuata la Francia — hanno forse maggiori probabilità di successo degli Stati Uniti.

Ipotesi n. 5: il deficit è stato causato dall'eccessiva espansione monetaria, che ha mantenuto i tassi d'interesse a livelli eccessivamente bassi e permesso un forte ritmo d'investimenti interni e imponenti investimenti all'estero; le Banche della Riserva Federale hanno posto fine a tale politica, ed è ragionevole attendersi dalle restrizioni creditizie un miglioramento della bilancia dei pagamenti, sia nelle partite correnti sia nel conto capitali. Risposta: le differenze nei tassi d'interesse nel passato hanno il più delle volte riflesso il maggior flusso di risparmio negli Stati Uniti, anziché un'inflazione del credito; inoltre, le restrizioni odierne non saranno più tollerate una volta che l'austerità fiscale finalmente adottata avrà dato i suoi frutti.

Ipotesi n. 6: il nuovo programma per la bilancia dei pagamenti, annunciato dal Presidente Johnson nel gennaio 1968, ridurrà il deficit di 2.5 miliardi di dollari, ciò che rappresenta un gran passo verso il ristabilimento dell'equilibrio nei conti con l'estero. Risposta: una diminuzione di 2.5 miliardi nelle spese all'estero non si tradurrà in una riduzione del deficit dello stesso ammontare; inoltre, qualunque riduzione possa essere ottenuta con questo programma, essa sarà al più temporanea, poiché difficilmente restrizioni temporanee ottengono risultati duraturi.

Ipotesi n. 7: l'attuale deficit dei pagamenti è in gran parte attribuibile agli effetti, diretti e indiretti, della guerra nel Viet-Nam; appena la guerra sarà finita, la riduzione delle spese militari all'estero e, all'interno, la riduzione delle importazioni derivanti dalle spese per la difesa elimineranno, gran parte o del tutto, il deficit. Risposta: per quanto riguarda gli esborsi all'estero, aiuti economici sostituiranno probabilmente (come sarebbe giusto) le spese militari; all'interno, le somme risparmiate per la difesa dovrebbero essere (e saranno) utilizzate per la lotta alla povertà; ma anche se fosse possibile effettuare qualche economia nelle spese all'estero, gli effetti sulle nostre

esportazioni potrebbero essere considerevoli; non sarebbe quindi realistico attendersi dalla fine della guerra un ristabilimento dell'equilibrio nei conti con l'estero.

L'inflazione tautologica.

Almeno tre delle ipotesi elencate spiegano il deficit additando l'inflazione: per eccessiva liberalità fiscale, che sfocia in disavanzi del bilancio pubblico e in un'eccessiva spesa interna (*demand pull*), e quindi in maggiori importazioni e minori esportazioni; per la spirale prezzi-salari (*cost-push*), che genera prezzi non abbastanza concorrenziali da produrre un'adequata eccedenza di esportazioni; o, infine, per una politica di facilità monetaria della Riserva Federale, che accresce la domanda globale e stimola espatri di capitali. Le ipotesi che si richiamano all'inflazione hanno avuto molta popolarità all'estero, bene inserendosi nel contesto delle lamentele circa l'« inflazione importata », frequenti nei paesi eccedentari. Ma queste ipotesi non soddisfano, poiché come principali « fattori causativi » additano le « variabili » sbagliate e forse suggeriscono come rimedi politiche pure sbagliate.

Devo ammettere, peraltro, che il mio rifiuto dell'ipotesi dell'inflazione — della tesi, cioè, che il deficit dei conti con l'estero degli Stati Uniti possa attribuirsi ad una eccessiva espansione monetaria — è vulnerabile da almeno due punti di vista. Primo, non si può negare che vi siano stati almeno tre periodi d'inflazione negli Stati Uniti nel corso degli ultimi diciotto anni: il primo per eccesso di domanda durante il conflitto coreano (1950-53), il secondo per spinta dei costi verso la fine degli anni '50 (1956-58), il terzo ancora per eccesso di domanda negli ultimi anni (1965-68); ciascun periodo ha senza dubbio aggravato il problema dei trasferimenti. In secondo luogo, alcuni economisti di solida reputazione non ritengono del tutto assurda la tesi secondo cui *ogni* deficit della bilancia dei pagamenti è « dovuto » all'eccesso di domanda nel paese in disavanzo, dato che se la domanda globale fosse molto minore non ci sarebbe deficit.

Questa seconda proposizione è poco meno che una tautologia. Il deficit di un paese può essere definito come un eccesso di offerta della moneta di quel paese sul mercato dei cambi; è ovvio che tale eccesso può essere eliminato se l'offerta totale della moneta in questione viene « sufficientemente » ridotta. Se una « sufficiente » dose di deflazione può eliminare il deficit della bilancia dei pagamenti,

non è forse ragionevole ritenere che la mancata deflazione sia la « causa » del deficit? È questa una posizione difendibile; ma, per quanto non « completamente assurda », non può dirsi molto illuminante. Attribuire l'emergere di un deficit nei conti con l'estero ad un aumento eccessivo dell'offerta di moneta e della spesa totale può essere affermazione sensata; ma attribuire il persistere di un deficit, che può essere stato provocato oppur no dai motivi suddetti, a una mancata riduzione dell'offerta di moneta e della spesa non è corretto dal punto di vista dell'analisi economica.

Comunque, la tesi dell'« inflazione tautologica » a spiegazione di tutti i disavanzi, pur essendo inammissibile sotto il profilo logico, non è incompatibile con l'ipotesi del trasferimento, cioè con l'attribuzione della responsabilità del deficit all'incapacità dimostrata dagli Stati Uniti di risolvere il loro problema dei trasferimenti. Infatti tale problema, come hanno rilevato quasi tutti gli economisti che lo hanno discusso, consiste nella capacità o incapacità di un'economia a produrre un eccesso di esportazioni sufficiente ad assolvere gli impegni di trasferimento *anche se* le somme da trasferire siano state tolte con successo dal flusso del reddito nazionale. Se i « flussi monetari » del sistema non sono stati sufficientemente ridotti, non ci si può sorprendere se il trasferimento reale, cioè l'aumento delle esportazioni nette di beni e servizi, non può realizzarsi. Tale impossibilità viene allora « spiegata » dall'insufficiente prelievo di reddito, o moneta, o potere di acquisto, dalle « tasche » dei residenti nel paese che ha assunto i vasti impegni verso l'estero.

Che si tratti di impegni governativi per riparazioni di guerra, spese militari, o aiuti internazionali, oppure di esportazioni di capitali privati, fa poca differenza. Le somme trasferite devono essere state sottratte alle spese interne, se si vuole che al deflusso di fondi corrispondano uguali flussi di beni e servizi. (In circostanze fortunate, un'eccessiva espansione in altri paesi può prendere il posto della diminuzione della spesa interna.)

Sarebbe facile mostrare che riduzioni nette della spesa interna degli Stati Uniti non si sono mai avute. Si potrebbe quindi affermare, con convinzione, che il non avere effettuato tali riduzioni è equivalso ad inflazione della domanda interna. Neppure questa affermazione è di molto aiuto. Non bisogna dimenticare che la teoria del trasferimento fu formulata in termini essenzialmente statici, senza riferimento ad economie in corso di sviluppo. In condizioni di crescita economica non è necessario assumere che, in seguito all'invio di fondi

all'estero, la spesa interna debba essere decurtata in senso assoluto, ma solo che debba aumentare a un ritmo ridotto. È però difficile sapere quale sarebbe il saggio di aumento « giustificato » della spesa interna, quando si devono effettuare pagamenti all'estero, se le economie interessate (quelle che danno e quelle che ricevono) continuano il loro sviluppo normale (3).

Sappiamo dalla teoria tradizionale dei trasferimenti che una riduzione della spesa interna esattamente uguale ai trasferimenti finanziari può non essere sufficiente a provocare trasferimenti reali dello stesso ammontare. Per colmare la differenza, in regime di cambi fissi, può rendersi necessaria, in certe condizioni, una dose extra di riduzione della spesa, con dose multipla di deflazione del reddito. Ora, si può anche sostenere che evitare di ridurre il saggio di aumento della spesa interna in misura proporzionata al deflusso di fondi è un comportamento quasi-inflazionistico; ma non è ragionevole prendere l'esistenza di qualsiasi scarto fra trasferimenti reali e monetari (*transfer gap*) come indizio di colpevole iper-espansione. Quel *gap* può forse esser colmato con politiche deflazionistiche, ma un'analisi corretta non può definire l'assenza di tali politiche come una politica inflazionistica. In questo senso, l'« inflazione tautologica » non spiega il *gap* nei trasferimenti meglio di quanto possa spiegare qualunque altro tipo di deficit della bilancia dei pagamenti.

II. I concetti teorici e statistici.

Se vogliamo cercare di fornire una conferma o un'esposizione statistica della tesi secondo cui i saldi passivi della bilancia dei pagamenti statunitense possono essere interpretati come « *gaps* » nei trasferimenti, ci occorre un insieme di concetti statistici presso a poco analoghi a quelli usati dalla teoria dei trasferimenti internazionali. Certo, i dati statistici disponibili non saranno mai esattamente quelli che desideriamo. Talvolta tuttavia innocue manipolazioni delle cifre a disposizione possono darci accettabili sostituti dei dati empirici corrispondenti agli elementi logici della teoria.

Per gli scopi di questo studio ci servono, in primo luogo, espressioni statistiche per i seguenti concetti: Trasferimenti Reali Netti, Trasferimenti Finanziari Netti, *Gap* nei Trasferimenti.

(3) Per quanto ne so, l'unica analisi di tale problema si trova nel mio saggio: *The Transfers Problems Revisited*, in *International Payments, Debts and Gold* (New York, Scribner's, 1964, pp. 433-446).

Trasferimenti Reali Netti.

Ai fini di un computo statistico dei flussi di beni e servizi che possono essere considerati « trasferimenti reali », non si può semplicemente prendere il saldo delle partite correnti o il saldo dei beni e servizi. Le partite correnti comprendono trasferimenti puramente finanziari, ed alcuni dei servizi di solito compresi tra le esportazioni ed importazioni non possono essere considerati trasferimenti reali nel significato usato dalla teoria prevalente.

Le partite correnti comprendono trasferimenti unilaterali a paesi esteri. Poiché il conto capitale comprende solo quelle transazioni finanziarie che modificano le attività e le passività del paese verso il resto del mondo, è corretto includere i trasferimenti unilaterali (come le donazioni e le pensioni) tra le partite correnti. Per i nostri scopi, peraltro, le rimesse private e il pagamento di pensioni a persone residenti all'estero da parte dello Stato, e gli aiuti governativi all'estero, di natura militare o no, devono essere considerati come trasferimenti finanziari.

Se le esportazioni di beni e servizi aventi origine da aiuti militari vengono esclusi dalle statistiche delle esportazioni, e gli aiuti vengono parimenti esclusi dalle statistiche dei trasferimenti unilaterali, si evita un'impressione esagerata della covarianza tra flussi reali e finanziari. L'inclusione dei trasferimenti in natura in ambedue le colonne della bilancia dei pagamenti potrebbe accrescere il coefficiente di regressione della funzione che collega le due variabili e dare così un'ingiustificata conferma statistica alla teoria secondo cui i flussi reali sarebbero influenzati da flussi finanziari determinatisi indipendentemente. Abbiamo quindi deciso di omettere dai nostri calcoli gli aiuti militari, come pure le esportazioni di beni e servizi ad essi relativi (4).

Le spese militari all'estero sono di solito incluse tra le importazioni di servizi esteri. Ciò non sarebbe appropriato al nostro scopo. Se vogliamo esaminare le conseguenze riflesse delle spese militari

(4) Si potrebbe ritenere che, per le stesse ragioni, i « prestiti vincolati » (all'acquisto di prodotti del paese prestatore) e le forniture ad essi relative dovrebbero essere rispettivamente esclusi dalle partite correnti e dal conto capitale. Vi è però la possibilità, e invero una buona probabilità, che molte di quelle vendite sarebbero egualmente avvenute, cosicché a un aumento delle forniture legate a prestiti corrisponderebbe una diminuzione di quelle regolari. È quindi consigliabile lasciare nei rispettivi conti sia i prestiti che le vendite relative.

— ad esempio, l'aumento delle esportazioni indirettamente provocato da aumenti delle spese all'estero degli Stati Uniti — dobbiamo trattare le spese militari come trasferimenti finanziari. Le ometteremo quindi dalle statistiche delle importazioni, e le assegneremo alle statistiche dei deflussi finanziari.

I proventi di capitali sono in genere inclusi nel conto dei beni e servizi: il reddito derivante da investimenti all'estero è considerato come un pagamento per un « servizio di capitale » fornito al resto del mondo. Questa soluzione è insoddisfacente ai fini di una verifica della teoria dei trasferimenti. Secondo questa teoria, è da presumere che flussi reali siano indotti dal flusso di redditi monetari provenienti dai capitali investiti. Perciò dividendi e interessi verranno qui inseriti fra i trasferimenti finanziari; per l'appunto l'ipotesi da verificare è se questi flussi puramente finanziari generino oppur no flussi reali nella stessa direzione.

Compiere questi riadattamenti del consueto schema delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti non vuol dire mettere in dubbio la logicità delle convenzioni internazionali. Quelle statistiche devono servire a molti fini diversi, e l'elaborazione che meglio si adatta ad uno di tali fini può essere inappropriata per un altro. Lo scopo di questo studio richiede riadattamenti che permettano ai dati rilevati di esprimere approssimativamente i concetti astratti di un modello teorico costruito per un particolare compito esplicativo. Il fatto che certe transazioni modifichino la situazione degli investimenti di un paese, la sua posizione debitoria, o il suo grado di liquidità, non ha importanza per il problema dei trasferimenti. Ciò che veramente importa, ai nostri fini, è il fatto che certe variazioni del movimento internazionale di beni e servizi possano essere considerate come il risultato di variazioni del movimento di capitali.

Secondo la teoria dei trasferimenti, i flussi di beni e servizi subiscono modificazioni ad opera di effetti di reddito e di sostituzione derivanti da variazioni dei redditi e dei prezzi, variazioni che sono a loro volta provocate da mutamenti nei flussi di fondi, specie da mutamenti nella spesa interna dovuti a ricavi e pagamenti da e a paesi esteri. Da ciò segue che, per una verifica o illustrazione statistica della teoria dei trasferimenti, il conto beni e servizi deve comprendere principalmente elementi venduti e comprati con redditi correnti e a prezzi di mercato, o almeno a condizioni che consentano alle elasticità di reddito e di prezzo dell'offerta e della domanda di entrare in giuoco.

Le spese militari variano principalmente in seguito alle decisioni dell'alto comando, e tali decisioni non dipendono granché dai redditi e prezzi relativi all'interno e all'estero. I proventi da capitale possono essere correlati a variazioni del reddito globale, ma le variazioni dei redditi e dei prezzi relativi all'interno e all'estero difficilmente hanno grande influenza sul pagamento di dividendi e interessi. Il rimuovere pertanto queste transazioni dalle consuete posizioni occupate nel conto beni e servizi per includerle nel conto delle transazioni finanziarie dovrebbe essere accolto come un aggiustamento ragionevole.

Trasferimenti Finanziari Netti.

Oltre alle due voci ad esso trasferite dal conto dei servizi, il conto dei flussi finanziari si compone di trasferimenti unilaterali e movimenti di capitale.

I trasferimenti unilaterali consistono in rimesse private, pagamenti di pensioni di Stato e aiuti governativi. Per risparmiare spazio le rimesse private e le pensioni di Stato possono essere conglobate in un'unica voce, trattandosi in ambedue i casi di valori piuttosto stabili o moderatamente crescenti. Un conglobamento degli aiuti e dei prestiti governativi a paesi esteri si presenta ovvio perché, ai nostri fini, non ha molta importanza il fatto che eventuali rimborsi siano da attendersi in un lontano futuro. Per quanto concerne i crediti di Stati esteri e i flussi di capitale privato, il problema si complica, ed è necessario decidere quali voci includere e quali tralasciare. Avvertiamo subito che le nostre decisioni avranno inevitabilmente un certo grado di arbitrarietà.

Si potrebbe ritenere ragionevole considerare i movimenti di capitale a lungo termine come autonomi, e quelli a breve come indotti da altre variazioni della bilancia dei pagamenti. Ma ciò sarebbe errato, specialmente per gli ultimi anni in cui (talvolta allo scopo di migliorare « l'apparenza » statistica della bilancia dei pagamenti) obbligazioni statali in scadenza e depositi bancari sono stati manipolati in modo da far rientrare quello che essenzialmente era capitale a breve nella definizione di capitale a lungo termine. Al contrario, vi sono fondi liquidi in dollari di proprietà di cittadini stranieri, che, malgrado le loro caratteristiche legali e istituzionali (che ne permettono l'immediato ritiro), sono « quasi permanenti » dal punto di vista economico. Così, la distinzione tra breve e lungo termine, se giudicata secondo le condizioni contrattuali, non è accettabile come sur-

rogato approssimativo della distinzione tra « autonomo » e « di aggiustamento » (5). Bisognerebbe cercare di tenere la categoria dei trasferimenti finanziari rigorosamente separata da quella delle cosiddette « voci compensative » (*financing items*), cioè dalle transazioni finanziarie intese ad assorbire eccessi di offerta (o a fronteggiare eccessi di domanda) di dollari sul mercato dei cambi. Sarebbe bello poter presentare un conto « pulito » delle transazioni finanziarie che con ogni probabilità influiscono sul flusso dei beni e servizi anziché esserne influenzate.

Ciò è, purtroppo, impossibile. Le statistiche disponibili sulla bilancia dei pagamenti non forniscono le necessarie distinzioni e separazioni. Si è sempre tentati di seguire la strada più facile, ed accettare ciò che viene offerto già pronto, senza effettuare modificazioni. Le statistiche ufficiali del Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti trattano tutti i movimenti di capitale americano come autonomi; in altre parole, perfino variazioni delle attività a breve termine sull'estero di proprietà di residenti degli Stati Uniti (comprese le banche) sono registrate « sopra la linea » e non come voci compensative, riflesso di altre transazioni sia correnti sia in conto capitale. Per i movimenti di capitale estero si fanno alcune distinzioni più sottili; alcuni di essi sono indicati come voci compensative del deficit della bilancia globale. Tali distinzioni sono però poco rigorose e certo irrilevanti ai nostri fini.

Nel mio primo tentativo di convalidare la mia « ipotesi del trasferimento » con dati statistici (6), avevo deciso di includere nel conto dei trasferimenti finanziari tutti i movimenti di capitale americano e nessun movimento di capitale estero. La decisione di includere tutti i « capitali privati degli Stati Uniti, netti » — a breve o a lungo termine, bancari oppure no — fra i trasferimenti finanziari all'estero era probabilmente meno discutibile della decisione di escludere tutti i movimenti di capitale estero. In un secondo tentativo (inedito) seguii il metodo del Dipartimento del Commercio statunitense e inclusi fra i trasferimenti finanziari le attività « non liquide » di residenti all'estero, ma ne esclusi quelle « liquide ». L'inconveniente di questo metodo è che tra le attività « non liquide » degli stranieri sono com-

(5) Ho coniato il termine « movimenti di capitale di aggiustamento » (*accommodating*) nel 1941, e lo ho definito nel mio volume *International Trade and the National Income Multiplier* (Philadelphia, 1943, ristampato a New York, Augustus Kelley, 1961), p. 134.

(6) Si veda la pag. 415 della mia dichiarazione al Joint Economic Committee del Congresso, citata nella nota 1.

presi anche i titoli governativi a lungo termine e i depositi a lungo termine presso banche americane di proprietà di organi pubblici e banche private di paesi esteri. Eppure, le variazioni nell'ammontare di tali attività non possono essere considerate come autonome; esse sono in gran parte compensative, indotte cioè dalle condizioni prevalenti nel mercato dei cambi. Non hanno quindi posto nel nostro computo dei flussi finanziari di origine indipendente.

D'altra parte, è sicuramente scorretto considerare tutte le variazioni delle attività in dollari, liquide, quasi-liquide o pseudo-illiquide, come movimenti di capitale compensativi. Differenti motivi per tenere dette attività sono probabilmente associati con differenti implicazioni delle variazioni dei loro importi. Se il caso dei possessori « ufficiali », in genere banche centrali; può essere inequivoco, per i possessori privati — per lo più imprese e banche commerciali — è opportuno distinguere diversi motivi di aumentare i saldi in dollari: 1) aziende commerciali estere possono volere più dollari perché il loro giro d'affari con l'estero (dollari incassati e pagati) sta aumentando. 2) Banche commerciali estere possono aver bisogno di più dollari perché le loro operazioni in divise estere (dollari acquistati e venduti) stanno crescendo. 3) Banche commerciali estere possono voler maggiori quantità di dollari in risposta a più attraenti scarti tra saggi di interesse o tra il cambio a pronti e quello a termine; possono ottenere i dollari acquistandoli (sul mercato, o dalle rispettive banche centrali), prendendoli a prestito, oppure concedendo prestiti ad istituti americani. 4) Banche commerciali estere possono accrescere il volume dei prestiti concessi a clienti statunitensi su iniziativa di questi ultimi. Aumenti delle attività in dollari causati da 3) e 4) sono un tipo di finanziamento temporaneo, che difficilmente si prolunga nel tempo e che anzi può mutarsi presto in operazioni inverse. Per contro, aumenti delle attività in dollari dipendenti da 1) e 2) sono duraturi; sono flussi che possono continuare per anni perché legati all'espansione del commercio mondiale. Questi aumenti delle scorte liquide in dollari hanno le carte in regola per essere inclusi fra i trasferimenti finanziari autonomi.

Purtroppo i conti « capitale » internazionali non possono essere dipanati. Si potrebbero forse usare raffinate tecniche econometriche per separare le variazioni degli averi esteri in dollari « spiegate » dallo sviluppo del commercio mondiale da quelle « spiegate » da altri fattori; oppure le variazioni dipendenti dal volume delle transazioni internazionali da quelle dipendenti dal saldo di tali transazioni. Le

prime sarebbero da includere, ma non le seconde, nel conto dei trasferimenti finanziari, quali flussi autonomi di capitale estero verso gli Stati Uniti. Non ho tentato alcuna separazione di questo genere, e ho deciso di escludere tutte le variazioni nelle attività, a breve e a lungo termine, che sono possedute da organismi pubblici esteri o che sono passività del governo o delle banche statunitensi. Ho incluso soltanto tre tipi di transazione: investimenti diretti negli Stati Uniti; variazioni nel possesso di obbligazioni statunitensi (escluse quelle del Tesoro); altre passività a lungo termine verso l'estero di privati residenti degli Stati Uniti escluse le banche. L'inclusione di queste sole tre voci nel conto dei capitali esteri acquista particolare significato in questi ultimi anni, specialmente nel 1966 e 1967, in cui le banche americane hanno registrato aumenti delle passività a lungo termine verso l'estero (depositi a risparmio e certificati di deposito) nella misura di circa un miliardo di dollari l'anno: tali importi non sono da me riconosciuti come afflussi autonomi di capitale.

Il « gap » nei trasferimenti.

L'importo di cui i « trasferimenti reali netti » sono inferiori ai « trasferimenti finanziari netti » è il cosiddetto « transfer gap ». Come ho già detto, i concetti operativi usati nelle rilevazioni, stime ed elaborazioni statistiche non corrispondono pienamente a quelli teorici dei modelli astratti. Ho appena ricordato le difficoltà che si incontrano quando si cerca di dividere le transazioni finanziarie in trasferimenti autonomi e in operazioni puramente « compensative », indotte da squilibri nei conti con l'estero e intese a finanziarli.

Le differenze tra il *transfer gap* statistico e il disavanzo statistico della bilancia dei pagamenti « on liquidity basis » sono già state accennate nella sezione precedente. Le principali voci responsabili di tali differenze sono: 1) « errori e omissioni », che io non considero come trasferimenti finanziari autonomi (7) ma che le statistiche ufficiali trattano come transazioni non registrate che richiedono contropartite compensative (cioè aumenti o diminuzioni delle riserve o delle passività liquide); 2) variazioni nelle passività a lungo termine di

(7) La voce « errori e omissioni » può includere errate valutazioni riguardanti la bilancia commerciale, servizi non rilevati, variazioni dei « leads and lags » nei pagamenti per esportazioni e importazioni, movimenti non registrati di capitale a breve e a lungo termine. Solo queste ultime operazioni sarebbero da considerare come trasferimenti finanziari autonomi, ma il loro peso nella voce « errori e omissioni » è probabilmente trascurabile.

banche americane verso l'estero e nelle passività a breve termine di residenti non-banche; ambedue tali voci sono, per le statistiche ufficiali, « sopra la linea » (cioè non sono tra le voci di compensazione), mentre io le escludo dai trasferimenti autonomi; 3) variazioni nelle passività verso l'estero del governo degli Stati Uniti diverse dalle obbligazioni del Tesoro negoziabili o convertibili; escludo anche tali variazioni dai trasferimenti autonomi, mentre le statistiche ufficiali si conformano al più accettato criterio di definizione basato sull'illiquidità.

Bisogna anche rilevare una differenza tra il concetto statistico e quello teorico di *transfer gap*. La teoria deve distinguere tra un deficit ereditato, dovuto ad un qualunque tipo di squilibrio precedente (compresi eventuali *gaps* non colmati) e nuove variazioni della bilancia dei pagamenti dovute a nuovi trasferimenti finanziari. Un tal genere di distinzione non può essere fatto per i *transfer gaps* d'ordine statistico. Sotto il profilo teorico si può partire da una situazione di equilibrio con un deficit zero; introdurre poi trasferimenti finanziari, che diano origine a trasferimenti reali di entità inferiore e lascino quindi un certo *transfer gap* in un periodo determinato; successivamente introdurre trasferimenti finanziari addizionali che di nuovo producano trasferimenti reali e forse un altro *gap*, mentre gli effetti delle rimesse precedenti stanno causando mutamenti ulteriori dei flussi reali e forse riducendo il *gap* rimasto dopo il precedente processo di aggiustamento. In tal modo si possono separare dal punto di vista teorico un *gap* vecchio ed uno nuovo che si sovrappone al primo. Ma la ricerca empirica ha ben poche possibilità in questo senso; se un *transfer gap* emerge per un certo anno, non v'è alcun modo di precisare quanta parte di esso può essere attribuita a un difetto di aggiustamento a eventi passati e quanta invece ad accresciuti trasferimenti finanziari dell'anno corrente. L'analisi di regressione sui dati annuali può servire da povero surrogato delle illimitate possibilità di manipolazione consentite da un modello i cui parametri e coefficienti siano tutti determinati arbitrariamente dall'economista.

Ciò che più disturba è l'impossibilità di sapere quale parte di un *transfer gap* statistico sia realmente attribuibile a trasferimenti non controllabili, e quale parte sia dovuta a cause del tutto diverse. Ad esempio, può darsi il caso di un deficit della bilancia dei pagamenti originato da motivi estranei a trasferimenti finanziari — poniamo, da un tasso d'inflazione dei redditi e dei prezzi più rapido che in altri paesi, oppure da variazioni della domanda globale; ma

contemporaneamente possono esser stati effettuati trasferimenti finanziari che, nell'assenza delle altre cause di disturbo, sarebbero stati integralmente coperti da trasferimenti reali. Nondimeno le statistiche presenteranno un *transfer gap*. La sola via d'uscita può essere offerta dalla lunghezza delle serie statistiche: se i deficits persistono per un periodo tanto lungo da render significativa l'analisi di regressione, la correlazione fra trasferimenti reali e trasferimenti finanziari può indicare quanta parte delle variazioni dei primi può essere « spiegata » in modo soddisfacente dai secondi.

III. Le statistiche, 1950-1967.

Siamo ora sufficientemente, o forse troppo, preparati all'osservazione delle serie statistiche. Tutti i dati sulle transazioni internazionali degli Stati Uniti sono tratti dal *Survey of Current Business*, vol. 48, n. 6 (giugno 1968), pubblicato dal Dipartimento del Commercio. Per le serie del Prodotto Nazionale Lordo (PNL), incluse al fine di permettere opportuni confronti, ho consultato numeri precedenti della stessa pubblicazione. Tutte le cifre sono in dollari correnti, non sono state cioè corrette in base alle variazioni dei prezzi. Si deve in parte a ciò se i raffronti con il PNL sono indispensabili. Ad esempio, il *transfer gap* può sembrare molto superiore nel 1967, con 4,8 miliardi di dollari, che nel 1950, con 3,6 miliardi. Eppure, nel 1967 esso costituiva soltanto lo 0,6% del PNL, mentre nel 1950 era l'1,3%. Le cifre che appaiono nella Tavola I sono in miliardi di dollari, le cifre della Tavola II sono in percentuale del PNL.

Trasferimenti Reali, 1950-1967.

Le esportazioni di beni e servizi sono aumentate da 12,2 miliardi di dollari nel 1950 a 38,9 miliardi nel 1967, escludendo le esportazioni collegate ad aiuti militari e i redditi da capitale. L'aumento, pari al 219%, è dovuto in parte all'aumento dei prezzi (il valore unitario delle merci esportate è cresciuto del 34% nel corso dei 18 anni), ma principalmente al maggior volume. Delle 17 variazioni da un anno all'altro, soltanto tre (nel 1952, 1953 e 1958) sono diminuzioni, le altre 14 sono aumenti. Il tasso composto di aumento annuale del valore globale delle esportazioni di beni e servizi è pari al 7,1% nel periodo considerato.

PRODOTTO NAZIONALE LORDO, TRASFERIMENTI REALI E FINANZIARI
 (in miliardi di dollari)

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956
1. Prodotto Nazionale Lordo	284,8	328,4	345,5	364,6	364,8	398,0	419,2
<i>Beni e Servizi</i>							
2. Esportazioni, esclusi i redditi da capitale	12,2	16,9	16,2	15,0	15,5	17,4	20,4
3. Importazioni, escluse le spese militari e i redditi da capitale	11,1	13,4	13,3	13,5	12,9	14,4	16,1
4. Trasferim. Reali Netti [2-3]	1,1	3,5	2,9	1,5	2,6	3,0	4,8
<i>Transazioni finanziarie autonome</i>							
5. Spese militari all'estero	0,6	1,3	2,1	2,6	2,6	2,9	2,8
6. Rimesse e pensioni	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
7. Aiuti e Prestiti del Governo U.S.A., netti	3,6	3,2	2,4	2,1	1,6	2,2	2,1
8. Capitale privato U.S.A., netto	1,3	1,0	1,2	0,4	1,6	1,3	3,1
9. Somma dei trasferimenti a paesi esteri	6,0	6,0	6,3	5,7	6,4	7,0	7,1
10. Redditi da capitale, netti	3,2	1,5	1,4	1,5	1,8	2,0	2,1
11. Capitale estero a lungo termine, netto, esclusi titoli di Stato e debiti bancari	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6
12. Somma dei trasferimenti dall'estero	1,3	1,7	1,6	1,7	2,1	2,4	2,7
13. Trasferimenti Finanziari Netti [9-12]	4,7	4,3	4,7	4,0	4,3	4,6	6,1
<i>Disavanzi della bilancia dei pagamenti</i>							
14. Transfer Gap [13-4]	3,6	0,8	1,8	2,5	1,7	1,6	1,6
15. Disavanzi on liquidity basis	3,5	0,0	1,2	2,2	1,5	1,2	1,0
<i>Variazioni annuali</i>							
16. Trasferimenti Reali Netti [4]		+ 2,4	- 0,6	- 1,4	+ 1,1	+ 0,4	+ 1,8
17. Trasf. Finanziari Netti [13]		- 0,4	+ 0,4	- 0,7	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,3
18. Transfer Gap [14]		- 2,8	+ 1,0	+ 0,7	- 0,8	- 0,1	0,0

 DISAVANZI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI (1950-1967)
 (in miliardi di dollari)

	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
	441,1	447,3	483,7	503,7	520,1	560,3	590,5	632,4	683,9	743,3	785,0
	23,7	20,2	20,5	23,9	24,7	25,9	27,8	31,7	33,3	36,9	38,9
	16,9	16,8	19,4	19,2	19,1	21,1	22,3	24,3	27,6	32,3	34,4
	6,8	3,4	1,1	4,7	5,6	4,8	5,5	7,4	5,7	4,6	4,5
	3,2	3,4	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	3,7	4,3
	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,3
	2,6	2,6	2,0	2,8	2,8	3,0	3,6	3,6	3,4	3,4	4,2
	3,6	2,9	2,4	3,9	4,2	3,4	4,5	6,6	3,8	4,3	5,5
	10,1	9,6	8,3	10,5	10,7	10,3	12,0	14,0	11,1	12,4	15,3
	2,2	2,2	2,2	2,3	3,0	3,3	3,3	4,0	4,2	4,2	4,6
	0,4	0,1	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	- 0,1	- 0,3	1,2	1,4
	2,6	2,3	2,9	2,7	3,4	3,6	3,6	3,9	3,9	5,4	6,0
	7,5	7,3	5,4	7,8	7,3	6,7	8,4	10,1	7,2	7,0	9,3
	0,7	3,9	4,3	3,1	1,7	1,9	2,9	2,7	1,5	2,4	4,8
	- 0,6	3,4	3,9	3,9	2,4	2,2	2,7	2,8	1,3	1,4	3,6
	+ 2,0	- 3,4	- 2,3	+ 3,6	+ 0,9	- 0,8	+ 0,7	+ 1,9	- 1,7	- 1,1	- 0,1
	+ 1,1	- 0,2	- 1,9	+ 2,4	- 0,5	- 0,6	+ 1,7	+ 1,7	- 2,9	- 0,2	+ 2,3
	- 0,9	+ 3,2	+ 0,4	- 1,2	- 1,4	+ 0,2	+ 1,0	- 0,2	- 1,2	+ 0,9	+ 2,4

TRASFERIMENTI FINANZIARI E REALI E DISAVANZI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI IN PERCENTUALE DEL PRODOTTO NAZIONALE LORDO DEGLI STATI UNITI, 1950-1967

TAVOLA 2

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
1. Prodotto Nazionale Lordo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Esportazioni, esclusi i redditi da capitale	4,3	5,1	4,7	4,1	4,2	4,4	5,0	5,3	4,5	4,2	4,7	4,7	4,6	4,7	5,0	4,9	5,0	5,0
3. Importazioni, escluse le spese militari e i redditi da capitale	3,9	4,1	3,8	3,7	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	4,0	3,8	3,7	3,8	3,8	3,8	4,0	4,3	4,4
4. Trasferimenti Reali Netti	0,4	1,1	0,8	0,4	0,7	0,8	1,1	1,5	0,8	0,2	0,9	1,1	0,9	0,9	1,2	0,8	0,6	0,6
5. Spese militari all'estero	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6
7. Aiuti e Prestiti del Governo U.S.A., netti	1,3	1,0	0,7	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
8. Capitale privato U.S.A., netto	0,5	0,3	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	0,8	0,6	0,5	0,8	0,8	0,6	0,8	1,0	0,6	0,6	0,7
9. Somma dei trasferimenti a paesi esteri	2,1	1,8	1,8	1,5	1,8	1,8	2,2	2,3	2,1	1,7	2,1	2,1	1,8	2,0	2,2	1,6	1,7	1,9
10. Redditi da capitale, netti	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
13. Trasferimenti Finanziari Netti	1,7	1,3	1,4	1,1	1,2	1,2	1,5	1,7	1,6	1,1	1,5	1,4	1,2	1,4	1,6	1,1	0,9	1,2
14. Transfer Gap	1,3	0,2	0,5	0,7	0,5	0,4	0,4	0,2	0,9	0,9	0,6	0,3	0,3	0,5	0,4	0,2	0,3	0,6

Le importazioni di beni e servizi sono aumentate da 11,1 miliardi di dollari nel 1950 a 34,4 miliardi nel 1967, escludendo le spese militari all'estero e gli utili derivanti dall'investimento di capitale estero negli Stati Uniti. L'aumento, pari al 210%, è dovuto in piccola parte all'aumento dei prezzi (il valore unitario delle merci importate è cresciuto del 15%), ma principalmente al maggior volume. Delle 17 variazioni annuali, cinque (nel 1951, 1954, 1958, 1960 e 1961) sono diminuzioni, le altre dodici sono aumenti. Il tasso composto di aumento annuale del valore globale delle importazioni di beni e servizi è pari al 6,9% nel periodo considerato.

Il surplus netto delle esportazioni, qui denominato « trasferimenti reali netti », ha assunto valori intermedi tra 1,1 miliardi di dollari (nel 1950 e nel 1959) e 7,4 miliardi (nel 1964). Ha superato i 5 miliardi in cinque anni (1957, 1961, 1963, 1964 e 1965). Delle 17 variazioni annuali, nove sono state aumenti e otto diminuzioni.

Uno sguardo alla Tavola II rivela una notevole stabilità delle esportazioni e delle importazioni in percentuale del PNL. Le esportazioni (esclusi i redditi da capitale) hanno oscillato soltanto tra

il 4,1 e il 5,3% del PNL, le importazioni (escluse le spese militari) tra il 3,5 e il 4,4%. (È degno di nota il fatto che le due più alte « propensioni all'importazione » si sono avute negli ultimi due anni.) Il surplus delle esportazioni (trasferimenti reali netti) ha oscillato tra lo 0,2 e l'1,5% del PNL. Pur trattandosi di piccole frazioni del PNL, la loro variabilità è fortissima: la cifra più alta supera la più bassa di ben sette volte.

Trasferimenti finanziari, 1950-1967.

Le voci più consistenti nella categoria dei trasferimenti finanziari a paesi esteri sono le spese militari, gli aiuti e prestiti del Governo degli Stati Uniti e le esportazioni di capitale privato. Nel corso degli anni, l'importanza relativa di queste tre voci è mutata: gli aiuti governativi, al primo posto negli anni iniziali (1950-1952), sono stati poi superati dalle spese militari e quindi (a partire dal 1956) dalle esportazioni di capitale privato. (Le esportazioni di capi-

tale privato non sarebbero al primo posto se si riducessero degli utili relativi — dividendi e interessi provenienti dall'estero. Questi utili non compaiono nella Tavola I; soltanto gli utili netti di capitale, quelli ricevuti menò quelli corrisposti, vi sono registrati come trasferimenti provenienti dall'estero.) Le medie annuali di questi tre trasferimenti nell'intero periodo di 18 anni sono state molto simili: 3,1 miliardi di capitale privato, 2,9 miliardi di aiuti e prestiti governativi, 2,8 miliardi di spese militari. La somma dei trasferimenti a paesi esteri (trascurando i redditi da capitale e gli afflussi di capitale estero) è aumentata da 6 miliardi di dollari nel 1950 a 15,3 miliardi nel 1967.

I redditi netti da capitale, cioè la differenza positiva tra i redditi incassati sui capitali americani investiti all'estero e i redditi pagati sui capitali esteri investiti negli Stati Uniti, sono aumentati da 1,2 miliardi nel 1950 a 4,6 miliardi nel 1967. L'aumento riflette la situazione degli investimenti degli Stati Uniti, in continuo miglioramento grazie alle esportazioni di capitale americano.

Gli afflussi dall'estero di capitale privato a lungo termine, comprendenti soltanto i tre tipi che ho deciso di considerare, sono stati quasi sempre insignificanti fino al 1966, quando acquistarono improvvisa importanza. Dopo aver oscillato tra 0,1 e 0,4 miliardi di dollari in dodici dei quattordici anni dal 1950 al 1963, avevano addirittura assunto valori negativi, denotanti disinvestimenti, nel 1964 e 1965. L'aumento registrato nel 1966 e 1967, a 1,2 e 1,4 miliardi rispettivamente, è sorprendente, specialmente se si considera che esso non è stato accompagnato, come si potrebbe sospettare, da una diminuzione delle attività liquide, o a breve termine, di privati residenti all'estero (banche escluse.) Al contrario, tali attività sono nel contempo aumentate, e così pure gli averi in dollari delle banche commerciali e degli organismi pubblici esteri.

Dovrei forse ripetere l'avvertenza che una parte degli aumenti dei fondi liquidi in dollari di privati residenti all'estero, banche comprese, dovrebbe essere, di regola, classificata tra gli afflussi autonomi di capitale, non tra quelli « compensativi ». È soltanto perché non son riuscito a trovare un semplice metodo di misura o stima di questi afflussi, che mi sono visto costretto ad escluderli. L'esclusione non invalida però le conclusioni che trarrò dalla presente analisi.

I « trasferimenti finanziari netti », così come vengono calcolati dalle sei voci incluse nella Tavola I, hanno oscillato tra 4 miliardi di dollari nel 1963 e 10,1 miliardi nel 1964. Mantenerli intorno a

una cifra uguale o inferiore a 4,7 miliardi fino al 1955, oscillarono tra 5,4 e 7,8 miliardi di dollari negli anni tra il 1956 e il 1962 e di nuovo nel 1965 e nel 1966, e raggiunsero livelli più alti in tre anni — 1963, 1966 e 1967 — in cui ammontarono rispettivamente a 8,4, 10,1 e 9,3 miliardi di dollari.

In genere si trascura il fatto che i forti aumenti dei trasferimenti finanziari in dollari correnti *non* costituiscono aumenti se considerati in rapporto al PNL. Come appare dalla Tavola II, l'anno in cui la più alta frazione del PNL fu devoluta a trasferimenti all'estero fu il 1950, il primo del periodo considerato. Pari all'1,7%, tale frazione fu uguagliata soltanto una volta, nel 1957, e mai superata. La percentuale più bassa si ebbe nel 1966, l'unico anno in cui i trasferimenti netti caddero al di sotto dell'1% del PNL. I trasferimenti apparentemente alti del 1967 furono in verità piuttosto modesti, rappresentando solo l'1,2% del PNL; in quattro soltanto dei diciotto anni presi in esame si ebbe una percentuale inferiore.

Analoghi raffronti per le singole voci sono pure illuminanti. Le « smodate » spese militari del 1967, che impressionarono gli osservatori in patria e all'estero, rappresentarono soltanto lo 0,55% del PNL, percentuale inferiore a quelle registrate in 11 degli altri diciassette anni considerati. I « prodighi » aiuti e prestiti governativi a paesi esteri del 1967, che suscitano l'ira di uomini di affari ed esponenti politici americani, furono soltanto pari allo 0,54% del PNL, percentuale anche questa inferiore a quelle registrate in 11 dei rimanenti diciassette anni (8). E le esportazioni di capitale privato furono, nel 1967, lo 0,7% del PNL, inferiori cioè a quelle di sei dei rimanenti 17 anni (8). Se i proventi da capitale privato investito o prestato all'estero (6,2 miliardi di dollari nel 1967) sono messi a confronto con i nuovi deflussi di capitale di ogni anno, si vedrebbe che tali deflussi furono più che coperti dai redditi ricavati dagli investimenti precedenti.

Il « transfer gap », 1950-1967.

Calcolato in dollari correnti, il *transfer gap*, durante i diciotto anni della Tavola I ha oscillato tra 0,7 e 4,8 miliardi di dollari. Il valore minimo fu toccato nel 1957, l'anno successivo alla crisi

(8) Per poter eseguire questi confronti, i calcoli sono stati estesi a due cifre decimali. La Tavola II riporta le percentuali fino al primo decimale soltanto.

di Suez, il massimo nel 1967, l'anno della eccessiva espansione monetaria legata all'*escalation* della guerra nel Viet-Nam. Soltanto in due anni il *gap* fu inferiore al miliardo di dollari, e soltanto in due anni superò i 4 miliardi. Nei restanti 14 anni esso oscillò tra 1,5 (nel 1965) e 3,9 miliardi di dollari (nel 1959). La media del periodo fu di 2,4 miliardi.

Queste oscillazioni del *transfer gap* sono molto piccole se confrontate con il PNL e con il volume del commercio con l'estero. La modestia della variabilità è ancora più rimarchevole se si omette l'ultimo anno della serie. Dal 1950 al 1966, il PNL è aumentato da 284,8 a 743,3, e il volume del commercio (esportazioni più importazioni) da 23,3 a 69,2 miliardi di dollari; ma il *transfer gap* fu di 3,6 miliardi nel 1950 e di solo 2,4 miliardi nel 1966. Il *gap* non ha mostrato alcuna tendenza a diminuire; anzi, nel 1967 esso è stato più forte che mai. Non si può non essere colpiti dall'ostinazione con cui il surplus delle esportazioni ha continuato a restare, sia pur di poco, inferiore all'importo necessario per eliminare lo squilibrio. Con un aumento così enorme del PNL e del volume del commercio con l'estero, perché non si è riusciti a spremere o a trasferire due o tre miliardi di dollari di beni e servizi da impieghi all'interno a impieghi all'estero?

Nella Tavola I, i disavanzi ufficiali della bilancia dei pagamenti *on liquidity basis* sono indicati subito dopo i *transfer gaps*. Per diversi anni le differenze tra le due cifre sono abbastanza rilevanti da suscitare curiosità e richiedere una spiegazione. In 14 dei 18 anni considerati il *transfer gap* ha superato il deficit *on liquidity basis*; negli altri quattro anni è vero il contrario. Il *transfer gap* è superiore ogniqualvolta sono stati registrati afflussi di capitale estero a lungo termine dei tipi che escludo dalla voce 11 della Tavola I, come acquisti esteri, privati o ufficiali, di titoli di Stato americani (o altri titoli del Tesoro con scadenza superiore ai 12 mesi), o prestiti a lungo termine, privati o ufficiali, a banche americane (sotto forma, ad esempio, di depositi a risparmio), e/o quando la voce « errori e omissioni » è inserita con segno positivo e trattata in effetti come entrate non documentate (9).

Soprattutto a queste entrate non documentate, escluse dalle cifre della Tavola I, si deve il fatto che il *transfer gap* abbia superato

(9) Nel 1957, quando la bilancia dei pagamenti (*liquidity basis*) presentò l'unico surplus di tutti i 18 anni, ciò fu dovuto ad un'eccezionale gonfiamento della voce « errori e omissioni »: 1,2 miliardi di dollari di entrate da transazioni non registrate.

il deficit *on liquidity basis* in tutti gli anni anteriori al 1960. In quest'ultimo anno gli « errori e omissioni » cambiarono di segno, da positivi a negativi, e divennero quindi pagamenti o deflussi non documentati. Negli ultimi due anni, 1966 e 1967, furono essenzialmente l'aumento nel possesso di titoli a medio termine del governo statunitense da parte di organismi pubblici esteri, e lo sviluppo di depositi a risparmio o certificati di deposito in banche americane a rendere il deficit *on liquidity basis* minore del *transfer gap* (10).

Da quanto detto dovrebbe risultare evidente che i *transfer gaps* sono sempre stati frazioni molto piccole del PNL (v. Tavola II). Solo nel 1950 il *gap* superò l'1%. Negli altri 17 anni la percentuale ha oscillato tra lo 0,2 e lo 0,9; quest'ultima cifra, la più alta, fu raggiunta in due anni, il 1958 e il 1959. I *gaps* del 1965 e 1966 furono pari allo 0,2 e 0,3% soltanto, e quello del 1967, che destò preoccupazioni, non era superiore allo 0,6% del PNL. Pongo in risalto queste cifre, questi *mini-gaps*, non per eludere la questione fondamentale: il problema dell'aggiustamento; ma perché ritengo che una piena consapevolezza delle proporzioni del problema possa aiutarci a capire ciò che può e ciò che non può contribuire a risolverlo.

Le variazioni parallele dei trasferimenti reali e finanziari.

In ognuno dei 18 anni i « trasferimenti reali netti » sono stati inferiori ai « trasferimenti finanziari netti », ma le 17 variazioni annuali delle due grandezze hanno generalmente avuto lo stesso segno. I trasferimenti finanziari sono aumentati nove volte, e in sette sono aumentati anche i trasferimenti reali; i trasferimenti finanziari sono diminuiti otto volte, e in sei sono diminuiti anche i trasferimenti reali. (In due dei quattro anni in cui i trasferimenti reali non sono variati nella stessa direzione dei trasferimenti finanziari — il 1951 e il 1961 — il *gap* andava riducendosi.)

Il parallelismo di queste variazioni indica, a mio parere, che la bilancia commerciale non era rigida, e che il meccanismo di aggiu-

(10) I disavanzi *on liquidity basis* registrati nel 1966 e 1967 sarebbero stati molto superiori se « organi ufficiali esteri », principalmente banche centrali, non avessero deciso di investire grosse somme in « depositi a risparmio a lungo termine o certificati di deposito » in banche americane. Tali somme, non molto rilevanti negli anni precedenti, aumentarono, nel 1966 e nel 1967, di 793 e 1.040 milioni di dollari rispettivamente. Se questi fondi fossero rimasti nella consueta forma di « passività liquide », i disavanzi *on liquidity basis* sarebbero stati di altrettanto superiori.

stamento ha funzionato per tutto il periodo, anche se gli aggiustamenti del surplus delle esportazioni non sono stati dell'entità richiesta per eliminare il *transfer gap*. In diversi anni le variazioni dei trasferimenti reali furono molto vicine a quelle dei trasferimenti finanziari; ad esempio, gli aumenti verificatisi nel 1956 si equivalsero esattamente — trasferimenti reali e finanziari furono ambedue uguali a 1,8 miliardi di dollari — e gli aumenti del 1955 e 1964 furono più che bilanciati, si ebbe cioè un aumento dei trasferimenti reali netti superiore a quello dei trasferimenti finanziari netti. In almeno un caso l'equilibrio fu raggiunto nell'arco di due anni: riduzioni dei trasferimenti finanziari netti di 3,1 miliardi di dollari nel biennio 1965-1966 furono accompagnate da riduzioni nei trasferimenti reali di 2,8 miliardi.

Attendarsi equivalenze complete nei singoli anni vorrebbe dire supporre che il processo di aggiustamento operi senza ritardi o imperfezioni. Tale supposizione sarebbe irragionevole. Comunque sia, il parallelismo delle variazioni nel corso del periodo colpisce. Se tralasciamo i primi due anni e l'ultimo, se cioè consideriamo soltanto la serie 1952-1966, troviamo che in 13 anni su 14 le variazioni sono state dello stesso segno. Ciò naturalmente non prova che le variazioni nei trasferimenti reali furono determinate o influenzate da quelle nei trasferimenti finanziari; ma l'ipotesi di una siffatta relazione si accorda con le risultanze statistiche. L'ipotesi opposta, di un'influenza dei flussi reali sui flussi finanziari non compensativi, mancherebbe di plausibilità teorica. Nessuna teoria sosterebbe o predirebbe che le spese militari, gli aiuti governativi e gli investimenti diretti o di portafoglio in titoli esteri a lungo termine possano dipendere da variazioni del surplus delle esportazioni e aumentare o diminuire con esse.

Analisi di regressione.

L'argomento precedente, basato su semplici parallelismi e su variazioni di ugual segno di grandezze statistiche, è probabilmente troppo grossolano. Poiché disponiamo di tecniche che danno maggiore affidamento, opereremo una regressione dei « trasferimenti reali netti » sui « trasferimenti finanziari netti » (11).

(11) Sono debitore dei calcoli al mio collega Prof. Wallace E. Oates.

Usando le cifre della Tavola I, e indicando i « trasferimenti reali netti » con y e i « trasferimenti finanziari netti » con x , dalla regressione di y su x per i 18 dati si ottiene l'equazione:

$$y = -1,14 + 0,80 x. \quad R^2 = 0,64.$$

(1,1) (5,3)

I numeri in parentesi sotto i parametri sono i *tests* di significatività secondo la distribuzione t ; essi indicano che il coefficiente della variabile x è molto significativo ad un livello di fiducia del 99%, mentre il termine costante non differisce da zero in modo significativo al livello di fiducia del 95%. Il coefficiente di determinazione, $R^2=0,64$, indica che il 64% di tutte le variazioni dei « trasferimenti reali netti » è spiegato statisticamente dalle variazioni dei « trasferimenti finanziari netti ».

Appare evidente che il valore relativo al 1967 giace molto al di fuori della retta di regressione interpolata tra gli altri 17 valori. Usando solo questi ultimi, dal 1950 al 1966, l'equazione di regressione diventa:

$$y = -1,74 + 0,92 x. \quad R^2 = 0,71.$$

(1,8) (6,0)

Come prima, il coefficiente della variabile x è fortemente significativo, mentre la costante non differisce da zero in modo significativo (a un livello di fiducia del 95%). Il coefficiente di determinazione, $R^2=0,71$, è superiore a quello della prima equazione.

Con il coefficiente della variabile x , 0,92, non lontano dall'unità, la seconda equazione sembra avvalorare l'ipotesi che ogni aumento (o diminuzione) dei trasferimenti finanziari sia accompagnato da un aumento (o diminuzione) quasi identico dei trasferimenti reali.

Il valore osservato per il 1967 è gravemente anomalo; deve esser accaduto qualcosa che ha impedito l'adeguamento dei trasferimenti reali al forte aumento dei trasferimenti finanziari di quell'anno. Pochi economisti troverebbero difficoltà a spiegare lo strano comportamento dei trasferimenti reali nel 1967. Io riservo i miei commenti a più tardi. Qui osservo solo che, se le esportazioni e le importazioni avessero avuto andamento conforme all'equazione di regressione relativa ai precedenti 17 anni, i « trasferimenti reali netti » del 1967 sarebbero stati pari a 6,8 miliardi di dollari, invece dei 4,5 miliardi effettivamente raggiunti.

IV. Interpretazioni e implicazioni.

I risultati dell'analisi di regressione sono sorprendenti. Neppure il più grande ottimista in tema di trasferimenti si sarebbe aspettato di vedere un coefficiente di regressione così alto — salvo forse il Professor Albert Hahn, il sostenitore della teoria del *boomerang*, secondo la quale, come tutti i *boomerangs* tornano indietro, così ogni modificazione dei trasferimenti finanziari deve riflettersi in variazioni della bilancia commerciale e, quindi, lasciare immutata la bilancia dei pagamenti.

Il fatto che, secondo la nostra equazione, il 92%, in media, di tutte le variazioni dei « trasferimenti finanziari netti » degli Stati Uniti tra il 1950 e il 1966, si sia riflesso in variazioni dei « trasferimenti reali netti » dagli Stati Uniti verso l'estero, richiede alcune spiegazioni teoriche. Inoltre, se crediamo a quanto abbiamo visto, non dobbiamo trascurarne le implicazioni politiche. Giacché ciò significa che tutte le raccomandazioni dei nostri esperti ufficiali di politica economica, americani ed europei, come pure tutti i provvedimenti adottati dal Governo americano per eliminare o ridurre il deficit della bilancia dei pagamenti mediante restrizioni e controlli dei deflussi di capitali, sono chiaramente errati.

Spiegazioni teoriche.

Nella mia testimonianza davanti al Comitato Economico del Congresso degli Stati Uniti, nel febbraio 1968, osservai:

« Vi sono due posizioni estreme riguardo all'efficacia di una misura correttiva di questo tipo. Da un lato sta chi ritiene che una riduzione dei trasferimenti finanziari nella misura, poniamo, di un miliardo di dollari lascerebbe invariate tutte le altre voci della bilancia dei pagamenti, e si limiterebbe a ridurre le voci compensative, ossia ridurrebbe la perdita d'oro o aumenterebbe le passività liquide estere.

Dalla parte opposta si sostiene che una riduzione di un miliardo di dollari nei trasferimenti finanziari ridurrebbe il surplus delle esportazioni dello stesso ammontare, e lascerebbe quindi invariato sia il deficit, sia la necessità di finanziarlo.

Propongo di considerare ingenua la prima teoria, ed eccessivamente sofisticata la seconda; ambedue sono errate. La verità sta nel mezzo, e si avvicinerà ora alla teoria ingenua, ora a quella sofisticata, a seconda delle circostanze ».

Passai successivamente ad una breve esposizione delle circostanze che potrebbero determinare il risultato. Discussi in primo luogo la possibilità che eventuali restrizioni su particolari forme di trasferimenti finanziari provochino variazioni compensative in altre voci del conto capitale. Ad esempio, una riduzione delle esportazioni di capitale verso l'Europa può aver per conseguenza un aumento del deflusso di capitale americano verso il Canada, o una riduzione degli investimenti europei negli Stati Uniti, o ritiri di capitali europei investiti negli Stati Uniti. La sostituzione di transazioni proibite con altre consentite potrebbe quindi rendere inefficaci i controlli imposti. Come passo successivo, supposi che i controlli fossero effettivamente in grado di ridurre i « trasferimenti finanziari netti ». La misura in cui tale riduzione si rifletterà oppur no in una parallela riduzione dei « trasferimenti reali netti » dipenderà dalle sue ripercussioni sulla spesa globale all'interno e all'estero, e dagli effetti che le variazioni della spesa avranno su redditi, prezzi, importazioni ed esportazioni nei paesi interessati.

L'obiettivo perseguito dall'imposizione di controlli sui trasferimenti finanziari è, naturalmente, l'eliminazione del deficit. Tale obiettivo può essere raggiunto soltanto se il surplus delle esportazioni non diminuisce *pari passu* con l'ammontare dei trasferimenti finanziari. Ora, quali sono le condizioni perché possa aversi indipendenza del surplus delle esportazioni dal deflusso di capitali? In quali circostanze i « trasferimenti reali netti » non sarebbero influenzati da una riduzione dei « trasferimenti finanziari netti »? Supponiamo che, a causa delle restrizioni imposte, gli investimenti progettati in Europa da un'impresa americana siano rinviati a tempo indeterminato oppure finanziati interamente con fondi raccolti sui mercati europei. Per non avere variazioni della spesa globale negli Stati Uniti, bisognerebbe che quell'impresa decidesse di non toccare i fondi precedentemente destinati all'investimento in Europa; l'impresa dovrebbe cioè astenersi dall'usare questi fondi per qualunque altro scopo, costituendo così un fondo di cassa « ozioso », non necessario e che non serve a niente. Perché, d'altra parte, la spesa globale in Europa resti invariata, sarebbe necessario che operatori europei reperissero fondi inutilizzati o persuadessero le proprie banche ad accordar loro nuovi crediti da usare per effettuare spese uguali a quelle che sarebbero state fatte con i fondi dell'impresa americana. Supponendo che quest'ultima proceda con i suoi progetti ma li finanzia con fondi europei, la spesa globale in Europa potrebbe restare invariata soltanto se quei fondi europei

fossero rimasti inutilizzati qualora non fossero stati mutuati all'impresa americana.

Queste condizioni non sono facili da realizzare. Se non si realizzano, la domanda globale sarà modificata dalle restrizioni imposte sul movimento dei capitali. La spesa negli Stati Uniti aumenterà, provocando un aumento delle importazioni e un rallentamento della ricerca di sbocchi esteri per le merci americane. La spesa in Europa diminuirà, con il risultato che le importazioni saranno inferiori a quelle che si sarebbero altrimenti avute e le esportazioni progrediranno ulteriormente. Le restrizioni dell'esportazione di capitale dagli Stati Uniti hanno pertanto molte probabilità di provocare diminuzioni del surplus americano nell'esportazione di beni e servizi.

In quali condizioni tale effetto si verificherà nella misura del cento per cento?

La teoria corrente dei trasferimenti, basata soltanto su effetti di reddito, considera improbabile il verificarsi di variazioni dei trasferimenti reali in misura esattamente uguale a variazioni dei trasferimenti finanziari. Anche se la spesa interna degli Stati Uniti aumentasse di un importo uguale ai fondi trattenuti all'interno dai controlli imposti, e anche se la spesa in Europa diminuisse di un importo uguale ai fondi che non hanno potuto affluire dagli Stati Uniti, gli effetti di reddito, rafforzati da effetti moltiplicatori, non sarebbero in grado di assicurare il completo aggiustamento della bilancia commerciale alle modificazioni avutesi nella bilancia dei capitali. Ciò è vero almeno fintantoché le propensioni marginali al risparmio e all'importazione si mantengono nei loro limiti più probabili. Gli effetti di reddito possono, da soli, procurare movimenti di aggiustamento della bilancia commerciale non superiori al 40-70% delle avvenute variazioni nei trasferimenti finanziari. Non c'è però alcun motivo di contare soltanto su effetti di reddito.

Diversi altri fattori, oltre agli effetti di reddito, possono avere notevole influenza. 1) I cosiddetti « effetti diretti » di variazioni dei trasferimenti finanziari possono influire sugli acquisti all'estero — in altre parole, i destinatari dei fondi esteri possono usarli immediatamente per acquistare beni d'importazione, onde la riduzione della disponibilità di fondi esteri può frenare tali acquisti. 2) Gli effetti di prezzo di variazioni della spesa globale possono modificare la direzione dei flussi di beni e servizi in conformità con le variazioni dei flussi finanziari. (Secondo una corrente della tradizione classica, gli effetti di prezzo sarebbero più importanti di quelli di reddito.)

3) Variazioni indotte degli investimenti — effetti di accelerazione — possono rinforzare molto gli effetti di reddito; ossia, gli investimenti interni possono variare parallelamente alla parte della spesa interna che risente degli aumenti o delle diminuzioni dei trasferimenti finanziari. (Se la propensione marginale all'investimento è uguale alla propensione marginale al risparmio, variazioni dei trasferimenti finanziari avranno piena contropartita in variazioni dei trasferimenti reali.)

4) Politiche monetarie dei paesi interessati possono rafforzare gli effetti automatici di variazioni dei trasferimenti finanziari. Ad esempio, il paese che si trova di fronte a crescenti deflussi di capitale può frenare la spesa interna con restrizioni del credito; i paesi che ricevono accresciuti flussi di capitale possono permettere quella espansione secondaria del credito verso cui le banche sarebbero naturalmente portate. Nel caso opposto, di riduzione dei trasferimenti finanziari, il paese che vede ridurre il deflusso può allentare i freni monetari, e il paese che vede ridurre l'afflusso può stringerli, con i consueti effetti sui flussi di beni e servizi (12).

Ognuno dei suddetti quattro fattori può provocare, o per lo meno favorire, la piena equivalenza fra variazioni dei flussi finanziari e parallele variazioni dei flussi reali. È difficile diagnosticare le condizioni realmente presenti e quindi predire il risultato in ogni caso particolare. Eppure, l'esistenza di fattori favorevoli ad un'equivalenza piena non è affatto tanto improbabile da giustificare un'eccessiva meraviglia nell'esaminare i valori rilevati per i 17 anni dal 1950 al 1966.

Un paradosso e la sua soluzione.

Rimane però una grossa questione insoluta. Se effettivamente la situazione era tale che le variazioni dei trasferimenti finanziari dal 1950 al 1966 venivano così prontamente « pareggiate » da parallele variazioni dei trasferimenti reali, perché il *transfer gap* non si è chiuso, anzi non si è nemmeno ridotto? (Il *gap* medio negli ultimi quattro anni, 1963-1966, è stato di 2,4 miliardi di dollari; la media dei 17 anni, 1950-1966, è di 2,3 miliardi; la media degli ultimi cinque, sei e sette anni, varia dai 2,2 ai 2,3 miliardi.) Appare strano

(12) Per una spiegazione più ampia di tutti questi fattori, v. i miei saggi *International Payments, Debts and Gold* (New York, Scribner's, 1964), e *International Monetary Economics* (London, Allen & Unwin, 1965), pp. 425-432 e 440-446.

che il « meccanismo del trasferimento » funzioni perfettamente per aumenti e diminuzioni dei trasferimenti finanziari, ma non per il *gap* iniziale o cronico. È questo un paradosso che esige una spiegazione.

Le analogie sono talvolta utili, e potrei citarne diverse. La prima che si presenta è l'idea dei comandi e regolatori automatici, stabilizzatori, servomeccanismi e controlli *robot*, usati per regolare automaticamente velocità, rotazione, flusso, livello, temperatura, pressione, tensione, carico, voltaggio, e molte altre cose, funzionanti bene e con precisione — ma regolati male, ad esempio due o tre linee al di sotto della misura desiderata. Questa analogia, purtroppo, non ci spiega perché mai la bilancia dei pagamenti o il *transfer gap* debbano essere controllati automaticamente da un meccanismo regolatore che mantiene il deficit intorno a 2,3 miliardi di dollari. Perché questo meccanismo riesce a stabilizzare così bene il *gap*, o il deficit, attorno a quel valore, inducendo variazioni del flusso di beni e servizi parallele alle variazioni del flusso di fondi, e non funziona affatto quando si tratta di ridurre il deficit a zero?

La risposta va forse ricercata in un'interferenza di controlli « manuali » nell'operare di quelli automatici, o di politiche più o meno discrezionali accompagnate da quei riflessi e reazioni involontari, e regole empiriche che stanno dietro ad un sistema definito automatico. Forse il deficit della bilancia dei pagamenti ha oscillato con scarti così modesti attorno ad un valore centrale perché la politica monetaria e fiscale si faceva cauta e restrittiva ogni qual volta il deficit saliva oltre il livello consueto e diventava più liberale e facile ogni volta che i conti con l'estero davano segni di miglioramento.

Per tentare di avere una conferma di questo sospetto — esito a definirla « verifica » di un'« ipotesi », perché il mio tentativo è troppo superficiale — ho preso in esame l'andamento di tre variabili monetarie che sono determinate o influenzate dalle decisioni delle autorità monetarie statunitensi: il credito della Riserva Federale (*Federal Reserve Credit*), le riserve delle banche associate alla Riserva Federale (*Member Bank Reserves*) e l'offerta globale di moneta (*Total Money Stock*.) Dati certi sviluppi che potrebbero alterare la significatività di queste variabili, le cifre relative al credito della Riserva Federale (prestiti e titoli governativi) e alle riserve delle banche associate (depositate nelle Banche di Riserva Federale) sono state corrette per tener conto di variazioni delle aliquote delle riserve obbligatorie, e la serie dell'offerta globale di moneta (depositi non vincolati presso

le banche commerciali, biglietti e monete — esclusi quelli tenuti da banche —, conti esteri a vista presso le Banche di Riserva Federale, depositi a tempo presso le banche commerciali, esclusi i depositi interbancari e quelli del Governo degli Stati Uniti) comprende anche la cosiddetta « quasi-moneta » (13). Ho messo quindi a confronto le variazioni annuali di queste tre variabili con la situazione della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti negli stessi anni. Alcuni dei risultati ottenuti meritano di essere menzionati e commentati.

1) Dopo il primo grosso deficit del 1950, vi fu, nel periodo dal 1951 al 1957, soltanto un anno pessimo, il 1953, con un deficit *on liquidity basis* di 2,2 miliardi di dollari. Le Banche della Riserva Federale si impegnarono in notevoli operazioni di neutralizzazione (espandendo i prestiti e gli investimenti in titoli), ma pur sempre con una certa prudenza, tanto da contenere il tasso d'aumento delle riserve delle banche associate ad un livello dello 0,7% soltanto, il più basso del periodo 1950-1955.

2) Gli anni 1958, 1959 e 1960 registrarono la più grave serie di disavanzi, con cifre da primato: rispettivamente 3,4, 3,9 e 3,9 miliardi di dollari. Secondo i miei calcoli i *transfer gaps* furono ancora più alti. La reazione della Riserva Federale fu molto lenta, ma drastica. Nel 1960 il credito della Riserva Federale fu ridotto in termini assoluti, con un tasso di variazione di -0,6%; del pari decrebbero in senso assoluto le riserve delle banche associate, -0,5%. Sviluppi di questo genere non si ebbero mai né prima né dopo il 1960 in tutto il periodo 1950-1967. L'offerta globale di moneta si accrebbe dello 0,1% soltanto, il più basso tasso d'aumento annuale dei 17 anni.

3) Dopo quattro anni di disavanzi relativamente alti tra il 1961 e il 1964 (2,7 miliardi di dollari nel 1963 e 2,8 miliardi nel 1964), il 1965 arrecò un certo sollievo, con un deficit di soli 1,3 miliardi. Le autorità monetarie ne approfittarono immediatamente per aumentare, in quell'anno, il credito della Riserva Federale del 12%, il più alto tasso di aumento del periodo considerato. Ciò consentì un aumento del 5% delle riserve delle banche associate, il più alto tasso d'aumento tra il 1951 e il 1966. L'offerta globale di moneta, parimenti, si accrebbe del tasso *record* dell'8,9%.

(13) Fonte delle serie usate: *Triangles of U.S. Economic Data*, pubblicazione periodica dalla Banca di Riserva Federale di St. Louis.

Questi tre « episodi » avvalorano il sospetto che alcune delle misure più drastiche prese dalle autorità monetarie tra il 1950 e il 1966 siano servite a mantenere il deficit della bilancia dei pagamenti entro certi confini. Le politiche del 1953 e del 1960 furono chiaramente dirette a contenere l'espansione o a provocare una contrazione del credito interno e della spesa globale. La politica del 1965 fu una spinta eccezionale d'espansione monetaria, in un momento in cui il deficit della bilancia dei pagamenti, pur essendosi ridotto, era lontano dall'esser scomparso.

È il terzo punto a suggerire — come spiegazione — l'idea di un « limite inferiore » del deficit. Se le forze espansionistiche vengono sbrigliate non appena la situazione della bilancia dei pagamenti diventa un po' meno imbarazzante, ciò equivale a regolare i comandi o i regolatori automatici del servomeccanismo ad un punto diverso dallo zero. Non voglio dire, con ciò, che vi sia stato un deliberato tentativo di impedire il ripristino dell'equilibrio nei conti con l'estero. Tale equilibrio è stato anzi, almeno a partire dal 1960, uno degli obiettivi prioritari della politica economica statunitense — ma soltanto uno fra parecchi. Gli obiettivi della piena occupazione, di un più alto tasso di sviluppo, della guerra alla povertà all'interno e alle potenze ostili all'estero, e un certo numero di altri scopi sono tutti in gara per posti prioritari nella politica governativa. L'impegno principale dei governanti si rivolge sempre al problema la cui mancata soluzione suscita, in quel momento, più scalpore; ma, molto prima di aver ottenuto un completo successo, suole essere deviato verso qualche altro obiettivo concorrente. Se si ritiene che l'espansione monetaria sia una medicina efficace contro la disoccupazione e un lento tasso di sviluppo, ma un veleno per la bilancia dei pagamenti, un miglioramento di quest'ultima alletterà i governanti a prendere la medicina-veleno molto prima che il deficit nei conti con l'estero sia completamente eliminato.

La spiegazione da me suggerita del paradosso si fonda su una ipotesi politica, non economica; ma ciò non dovrebbe sorprendere, dato che tutte le decisioni governative, nella sfera economica non meno che nelle altre, sono politiche. Di nuovo, non è questa una critica: è difficile che le cose possano andare diversamente. Né si può imputare al governo di debolezza, incoerenza, miopia o mancanza di lealtà, perché si potrebbe rispondere, non irragionevolmente, che il raggiungimento di un fine prefissato può benissimo, dopo un tentativo serio, apparire troppo costoso; se l'eliminazione completa

del deficit della bilancia dei pagamenti mediante la politica monetaria impone di sacrificare troppo di un altro obiettivo prioritario — poniamo, un alto grado di occupazione — è comprensibile che le autorità monetarie tergiversino. In breve, se, per eliminare il deficit della bilancia dei pagamenti di un paese è necessaria una deflazione del credito, della moneta, dei redditi, dei prezzi, dell'occupazione, ebbene, il deficit non sarà eliminato.

L'anno « fuori serie », il 1967.

Mentre si possono trovare scusanti alle autorità monetarie per l'incapacità di eliminare il deficit dei conti con l'estero con provvedimenti deflazionistici, la condotta monetaria e fiscale dell'anno anomalo, il 1967, non può essere così giustificata. I valori statistici per quell'anno sono risultati molto lontani dalla retta di regressione interpolata tra i valori relativi al periodo 1950-1966. Dall'esame delle variabili monetarie emergono dati che gettano luce sullo strano comportamento delle grandezze economiche che più ci interessano in questo studio.

Bisognerebbe forse ricordare, innanzi tutto, che il deficit *on liquidity basis* del 1966 appariva abbastanza basso da tentare le autorità a continuare la politica di facilità fiscale e monetaria. Le autorità avrebbero però dovuto essere avvertite che il deficit *on liquidity basis* era stato seriamente sottovalutato, sia per motivi di « vetrina », sia per un'eccessiva coerenza nell'applicazione di rigide definizioni della liquidità (tali da classificare come illiquide passività quasi liquide. Si noti che il *transfer gap* fu, nel 1966, di 2,4 miliardi di dollari, mentre il deficit *on liquidity basis* fu, secondo le cifre pubblicate, di 1,4 miliardi). Fuorviati da ciò che sembrava un deficit modesto o da altre illusioni, il Congresso e le autorità monetarie decisero di associare, nel 1967, una politica di forte espansione del credito a un ampio deficit di bilancio. Mentre il Congresso rimandava l'aumento delle imposte, divenuto ormai urgente, le autorità monetarie espandevano il credito della Riserva Federale del 9,3% rispetto al '66, facendo così aumentare le riserve delle banche associate del 5,6%, l'aumento annuale più alto in 16 anni. La massa monetaria, di conseguenza, si accrebbe dell'8%, tasso superato solo in un altro anno del periodo considerato.

Non sorprende che il deficit del 1967 sia stato enorme. Il deficit *on liquidity basis*, seriamente sottovalutato, fu di soli 3,6 miliardi

di dollari, ma il *transfer gap* fu pari a 4,8 miliardi, il più alto che si sia mai avuto.

Se vi fossero stati molti altri anni come il 1967 non avrei speso tempo a difendere l'ipotesi che l'origine dei guai della bilancia dei pagamenti americana è un problema di trasferimenti. L'eccessiva espansione monetaria sarebbe stata una spiegazione perfetta. Ma il 1967 è stato l'eccezione, non la regola. Persino per quell'anno non si può attribuire l'intero deficit — il *gap* — alla politica inflazionistica. Del *transfer gap* statistico del 1967 (4,8 miliardi di dollari) circa la metà potrebbe essere assegnata — sulla base della nostra equazione di regressione — all'inflazione fiscale-monetaria, e l'altra metà alle croniche difficoltà di trasferimento che, a tassi di cambio costanti, avrebbero potuto essere risolte soltanto da una deflazione netta.

La correlazione fra i trasferimenti e le sue pratiche implicazioni.

Se è corretto considerare il 1967 come eccezionale, e supporre che, con la fine della politica inflazionistica statunitense, la situazione ritornerà al modello prevalso tra il 1950 e il 1966, si presentano ovvie importanti implicazioni di condotta economica. Infatti, se variazioni dei « trasferimenti finanziari netti » sono bilanciate quasi per intero da variazioni dei « trasferimenti reali netti », è inutile attendersi l'eliminazione del *transfer gap* da restrizioni dei deflussi di capitale e/o da riduzioni delle spese militari all'estero.

Un agguerrito complesso di esperti di vario tipo ha insistentemente sostenuto che il deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti può essere — e sarà — eliminato da drastiche riduzioni delle rimesse verso l'estero. Gli esperti « ufficiali » vorrebbero limitare il deflusso di capitale privato, quelli « accademici » ridurre, o bloccare del tutto, le spese militari all'estero, altri, del mondo commerciale e finanziario, diminuire gli aiuti ai paesi sottosviluppati. Io sostengo che tutti e tre i gruppi sbagliano se pensano che le riduzioni da essi proposte ridurrebbero il deficit di importi sia pure approssimativamente analoghi. In realtà, se la correlazione osservata continuasse a sussistere, il surplus delle esportazioni diminuirebbe *pari passu* con il decrescere dei deflussi finanziari, e il *gap* resterebbe praticamente invariato. Se i trasferimenti finanziari fossero ridotti alle dimensioni del normale *transfer gap*, il surplus delle esportazioni potrebbe scomparire del tutto e il *gap* sopravvivere.

Le implicazioni di tutto ciò dovrebbero essere chiare: il programma del governo americano in materia di bilancia dei pagamenti, applaudito dai governi dei paesi eccedentari, non serve allo scopo cui mira, ed è dannoso sotto diversi altri aspetti di notevole importanza economica e politica.

V. Il volume normale dei trasferimenti finanziari.

Nella sezione precedente abbiamo cercato di mostrare che i tentativi di correggere il deficit dei pagamenti mediante limitazioni dei deflussi finanziari sono frutto di equivoco e destinati all'insuccesso perché una riduzione dei « trasferimenti finanziari netti » farà diminuire soltanto i « trasferimenti reali netti », e non anche il *transfer gap*. Tuttavia, allo scopo di discutere un'altra argomentazione, supporremo, in quest'ultima sezione, che il tentativo di correggere il deficit limitando i deflussi finanziari abbia, alla fin fine, successo, riesca cioè ad eliminare il *gap* riducendo i « trasferimenti finanziari netti » al livello di quelli reali, senza simultaneamente abbassare tale livello.

Tale supposizione non è un abbandono di posizioni accuratamente ragionate, ma solo un espediente per rilevare un altro errore negli argomenti dei fautori di misure restrittive. Costoro in genere dimenticano che misure temporanee hanno soltanto effetti temporanei, e non possono provocare o favorire aggiustamenti a forze di lungo periodo. Io sosterrò che i trasferimenti finanziari all'estero non sono stati anormalmente alti; che è da attendersi che non possano ridursi sostanzialmente in percentuale del PNL nel lungo periodo, e che pertanto debbano aumentare in cifra assoluta; che controlli e restrizioni, volontarie o imposte, anche se efficaci per qualche anno, non possono ridurre il volume « normale » dei trasferimenti finanziari nel lungo periodo.

Le normali esportazioni di capitale.

A molti osservatori l'idea di un volume « normale » di esportazioni di capitale sembra difficile da accogliere. Costoro, che amano considerare ogni sorta di fenomeni come « strutturali » o « strutturalmente determinati », ritengono che i governi possano e debbano fissare arbitrariamente al flusso di capitali l'entità e la direzione che desiderano. Le esportazioni o le importazioni dei beni, è vero, sono incluse tra le « grandezze non flessibili » quanto a volume fisico,

valore globale, o in relazione al reddito nazionale o al PNL, e molte « propensioni » sono riconosciute come relativamente stabili e non facilmente modificabili da interventi governativi — ma non i movimenti internazionali di capitale, e non le propensioni a prestare o investire all'estero. Queste, si sostiene, possono essere portate alla misura che meglio aggrada al potere politico, o per lo meno possono essere ridotte alle dimensioni da esso « approvate ».

Non mi piacciono i termini « struttura » e « strutturale » perché, più che usarli con significati chiari e onesti, se ne fa troppo spesso abuso. Essi sono però impiegati legittimamente quando si riferiscono a relazioni non modificabili o influenzabili facilmente, e che posseggono un'intrinseca stabilità. Se adottiamo quei termini per indicare, ad esempio, il rapporto tra le importazioni e il reddito nazionale (medio o marginale, a prezzi relativi dati), possiamo allora parlare, con non minore giustificazione, di un livello strutturale dei movimenti di capitale tra paesi con diverso reddito *per capita* e diversa dotazione di capitale.

Gli Stati Uniti hanno più capitale per abitante, più capitale per lavoratore, e anche una maggiore offerta di nuovo risparmio *per capita* e per lavoratore di ogni altro paese al mondo. Data questa relativa abbondanza, è più che probabile che l'efficienza marginale dei nuovi investimenti sia di regola più bassa negli Stati Uniti che altrove (o lo sarebbe, se si imponessero limitazioni al deflusso dei capitali). Questo stato di cose implica che, in assenza di rischi ed ostacoli proibitivi, vi sarà, normalmente, un deflusso di capitale a lungo termine dagli Stati Uniti verso l'estero. È naturalmente possibile che a volte, per un motivo o per l'altro, le opportunità di investimento negli Stati Uniti siano più promettenti o attraenti che altrove, ma — purché vi sia pace e stabilità — tali periodi saranno relativamente brevi. Gli stessi sviluppi tecnologici ed organizzativi, che possono rendere particolarmente attraenti, in certi momenti, i nuovi investimenti in industrie americane, creeranno dopo breve tempo analoghe opportunità di investimento all'estero, ripristinando le condizioni favorevoli all'esportazione di capitale dagli Stati Uniti. Bisogna riconoscere a questa tendenza un carattere di persistenza per molti anni a venire.

I movimenti di capitale da paesi in cui l'offerta di nuovo risparmio è maggiore verso quelli in cui è minore, rispetto alla disponibilità di risorse umane e naturali, sono vantaggiosi sia per il paese esportatore che per quello importatore. Alcuni governi non la pensano

così, per esempio quando hanno interessi sezionali, più che nazionali o internazionali, oppure quando sono mossi da sentimenti meta-economici come l'orgoglio nazionale, o quando, nello scegliere tra obiettivi di periodo breve e obiettivi di periodo lungo, optano impazientemente per i primi. Per la comunità internazionale non può esservi alcun dubbio; il benessere generale richiede una distribuzione dell'esistente *stock* di capitale tale da far sì che i rendimenti sociali marginali siano uguali in ogni impiego, ovunque; e ciò implica l'esportazione di capitale dal paese in cui le sorgenti di nuovo risparmio sono, rispetto alle altre risorse, più abbondanti.

L'accettazione di questo punto di vista non implica la specificazione di un particolare ordine di grandezza o di una particolare scelta dei paesi importatori di capitale. Per parlare subito di quest'ultimo problema, se i paesi vengono classificati per volume di risparmio *per capita*, non si può dire, *a priori*, se i paesi che si trovano al secondo, terzo o quarto posto saranno esportatori o importatori netti di capitale. Dato che il capitale viene fornito in diverse forme e a diverse condizioni, è ben possibile che un paese ne sia, al tempo stesso, importatore ed esportatore, ricevendo investimenti diretti da imprese estere ed eseguendo investimenti diretti all'estero, vendendo titoli, azionari ed obbligazionari, a compratori esteri e acquistandone da venditori esteri. Così, i paesi con larghe fonti interne di capitale possono essere esportatori netti, ma se al tempo stesso importano capitale estero in grandi quantità, ciò non è affatto antieconomico né irrazionale.

Del pari, nulla può dirsi *a priori*, quanto all'entità delle esportazioni nette di capitale. Al massimo si possono esaminare i precedenti e cercare di scoprire se le grandezze e i rapporti rilevati sono stati frutto di circostanze accidentali o temporanee, oppure di condizioni permanenti suscettibili di persistere anche in futuro. I dati, d'altra parte, devono essere oggetto di attente scelte. Quali i più interessanti? Percentuali del PNL o valori espressi in dollari? Il totale del capitale pubblico e privato, o soltanto quest'ultimo? Solo il capitale americano, oppure il saldo netto del movimento dei capitali americani esteri? Le esportazioni di capitale inclusi i reinvestimenti dei profitti del capitale prestato o investito in passato, oppure le esportazioni di « nuovo » capitale senza contare i reinvestimenti dei profitti, dividendi e interessi? In tutte e quattro le alternative, ho deciso per la prima soluzione. Propongo di considerare le percentuali del PNL, perché le cifre assolute difficilmente possono darci,

da sole, una norma di lungo periodo in una situazione di sviluppo. Propongo di guardare alla somma del capitale governativo (aiuti e prestiti) e privato (prestiti e investimenti), perché tutte queste risorse finanziarie provengono, presumibilmente, dalla stessa fonte, il reddito nazionale degli Stati Uniti. Propongo di fissare l'attenzione sul capitale americano e di trascurare le importazioni di capitale estero, principalmente perché queste sono state poca cosa fino al 1966 e per di più instabili (diventando persino negative in due anni). Infine propongo, anche se non del tutto convinto, per motivi che spiegherò fra poco, di tener conto dei reinvestimenti degli utili.

Le esportazioni di capitale, 1950-1967.

Dal 1950 al 1967 gli aiuti e i prestiti all'estero del governo degli Stati Uniti hanno oscillato tra lo 0,4% e l'1,3% del PNL; solo nei primi due anni, il 1950 e il 1951, essi superarono l'1%; la media dei 18 anni è dello 0,54%.

Nello stesso periodo, i prestiti a lungo termine e gli investimenti privati americani all'estero hanno oscillato tra lo 0,1% e l'1% del PNL; soltanto in quattro anni, dal 1951 al 1954, essi furono inferiori allo 0,5%; la media dei 18 anni è dello 0,7%.

Nell'insieme, le esportazioni di capitale privato e pubblico hanno oscillato tra lo 0,7% e l'1,8% del PNL; solo in quattro anni (dal 1953 al 1955, e nel 1959) non raggiunsero l'1%; in altri cinque anni (1950, 1957, 1960, 1963, e 1964) furono l'1,4% o superiori; la media dei 18 anni fu pari all'1,2% del PNL.

Negli ultimi cinque anni del periodo considerato l'esportazione di capitali fu sottoposta a restrizioni, prima (nel 1963) mediante la cosiddetta tassa di conguaglio degli interessi (*interest equalization tax*), poi mediante l'introduzione (nel 1965) di limitazioni volontarie dei prestiti e degli investimenti diretti. Sebbene l'imposizione di controlli obbligatori all'inizio del 1968 possa indicare che i programmi precedenti non ottennero tutto ciò che era nelle speranze del governo, ripetute dichiarazioni del Segretario al Tesoro hanno assicurato che l'imposta sull'acquisto di titoli esteri, insieme ai controlli volontari sui prestiti bancari all'estero e sui prestiti e investimenti di grandi imprese, sarebbero riusciti a ridurre le esportazioni di capitale americano. Invero, le esportazioni totali di capitale, private ed ufficiali, sono state soltanto l'1,1, l'1,1 e l'1,2% del PNL nel 1965, 1966 e 1967 rispettivamente, mentre erano state l'1,6% nel 1964 e quasi

l'1,4%, in media, dal 1960 al 1964. Si potrebbe forse osservare che le esportazioni di capitale all'inizio degli anni sessanta erano eccezionalmente alte, perché si era in un periodo di allargamento degli orizzonti da parte delle imprese americane, molte delle quali scoprivano per la prima volta certe opportunità d'investimento all'estero, specialmente dietro il muro tariffario della Comunità Economica Europea. Peraltro, anche se queste particolari opportunità possono essere in via di esaurimento, non le si dovrebbe considerare così speciali e *sui generis* da non aspettarci di vederle sostituite da nuovi, attraenti sbocchi in Europa o altrove.

Se accettassimo l'1,4% del PNL come la norma per la libera esportazione di capitale dagli Stati Uniti, ciò implicherebbe una tacita accettazione di stanziamenti piuttosto miseri per gli aiuti ai paesi in via di sviluppo. Vi è un ampio accordo su una semplice regola empirica: le nazioni ricche dovrebbero essere pronte a donare l'1% del loro PNL per lo sviluppo delle nazioni povere (regola che è stata recentemente confermata dall'UNCTAD, la Conferenza delle Nazioni Unite per il Commercio e lo Sviluppo, secondo la quale il suddetto obiettivo rappresenta la somma che i paesi in via di sviluppo dovrebbero ricevere effettivamente, al netto cioè degli importi che gli stessi paesi devono corrispondere a titolo di interessi e ammortamenti per debiti precedenti). Gli Stati Uniti hanno fornito in media aiuti pari a metà di quella percentuale, e il Congresso sembra poco propenso a continuare persino a questo livello. Se gli stanziamenti degli anni futuri diventeranno più generosi, e si avvicineranno di più all'obiettivo citato, magari per emulare gli stanziamenti molto più consistenti della Francia, della Germania e dell'Olanda, probabilmente le esportazioni di capitale verso i paesi sviluppati e in via di sviluppo supereranno l'1,5% del PNL.

L'idea che il « tasso » normale delle esportazioni di capitale non dovrebbe esser finanziato con gli utili dei capitali esportati in precedenza, ma dovrebbe costituire un'aggiunta netta alle risorse disponibili dei paesi destinatari, appare ragionevole ma irrealistica. Calcolate su quella base, cioè al netto degli utili dei prestiti e investimenti precedenti, le esportazioni di capitale privato sarebbero state negative in undici anni, compresi gli ultimi tre, dal 1965 al 1967 (14). Dato che lo stock degli investimenti cresce continuamente, i pagamenti di

(14) Calcoli effettuati sulle statistiche della bilancia dei pagamenti, *Survey of Current Business*, giugno 1968.

dividendi e interessi aumentano di anno in anno e dapprima raggiungono, poi finiscono per surclassare completamente il flusso di capitale « nuovo ». L'idea che un'economia opulenta debba dividere la sua offerta di risparmio interno corrente con economie meno ricche implica che siano messe a disposizione di queste ultime nuove risorse estere. Quando gli utili dei passati investimenti esteri superano le esportazioni correnti di capitale, il flusso di risorse addizionali provenienti dai paesi ricchi è negativo. Perché resti positivo, il volume delle esportazioni di capitale, compresi i reinvestimenti degli utili, deve aumentare d'anno in anno — fino a che l'offerta di risparmio corrente (relativamente alle altre risorse) dei paesi importatori di capitale si porti al livello raggiunto nel paese esportatore.

Queste osservazioni, anche se plausibili, non costituiscono argomenti a favore di concessioni all'estero sotto forma di doni, di tassi d'interesse puramente nominali, o di continui rinvii dei termini di rimborso dei prestiti da parte dei paesi in via di sviluppo. Sono, tutt'al più, argomenti a favore dell'aumento delle somme da stanziare per aiuti in senso convenzionale. Ad essi si potrebbe perfino ribattere con una considerazione di natura economica: se il capitale degli anni precedenti è stato impiegato bene, investito cioè produttivamente, i suoi frutti sono, in realtà, parte delle risorse dei paesi che lo hanno fornito. Sarebbe quindi inesatto dire che i paesi che hanno ricevuto il capitale usano risorse proprie quando ripagano i debiti o rimettono profitti e capitale al luogo di provenienza. Non serve comunque a niente discutere su chi sia il « proprietario » degli utili, colui che usa il capitale, o colui che lo fornisce. La richiesta che le esportazioni di capitale dai paesi più ricchi a quelli meno ricchi siano frazioni crescenti del PNL non dipende dalla risposta a quel quesito.

Il bisogno europeo di capitale americano.

La discussione precedente riguardava soprattutto le esportazioni di capitale dei paesi ricchi e le importazioni di quelli poveri. Vi è una questione molto diversa, riguardante i paesi europei altamente sviluppati, che dal punto di vista « strutturale » sono probabilmente esportatori netti di capitale, ma che sono stati « inondati » dal capitale americano. Si può sostenere che queste importazioni di capitale sono determinate da fattori strutturali? E che, se così non fosse, il deflusso « normale » di capitale dagli Stati Uniti sarebbe molto minore?

Numerose circostanze collaterali complicano la risposta. C'è la temporanea attrazione esercitata dagli investimenti diretti nella Comunità Economica Europea, in seguito all'unione doganale e alle sue tariffe protettive contro i prodotti « esterni ». C'è il *management gap* fra industrie americane ed europee, che può operare come elemento di attrazione di capitale in offerta congiunta con prestazioni direttive. Forse questi e altri simili fattori possono spiegare l'intero flusso di fondi, senza che vi siano ragioni più permanenti e fondamentali del movimento di capitale americano verso l'Europa. Tale afflusso di fondi, d'altra parte, non è stato accompagnato da un trasferimento di risorse reali bensì, in larga misura, soltanto da un'accumulazione di saldi liquidi in dollari. Il fatto che non vi sia stato trasferimento di beni, ma soltanto di « carta », è indice, secondo alcuni, che l'Europa non aveva alcun bisogno dei fondi americani. Una teoria « strutturale » si esprime su relazioni in termini reali; se non vi sono stati trasferimenti reali, e quindi non si sono ricevute risorse reali, ciò non prova che, in realtà, il capitale non era necessario?

Tale conclusione non sarebbe logica. L'esistenza di un *transfer gap* non implica che i massicci trasferimenti finanziari non avessero una funzione economica. Il fatto che non si siano realizzati i trasferimenti reali prova soltanto l'inadeguatezza delle politiche di aggiustamento dei paesi interessati. Il flusso internazionale dei beni è determinato dalle differenze nei redditi e nei prezzi dei diversi paesi, e queste differenze possono essere modificate da politiche che incidano sulla domanda globale e sui tassi di cambio. Il paese più ricco può attrarre risorse reali dai paesi più poveri se espande abbastanza vigorosamente la domanda effettiva; i paesi più poveri possono invece « spingere » risorse reali verso il paese più ricco se attuano una politica deflazionistica. Movimenti di questo tipo non denoterebbero né che il ricco aveva bisogno di risorse, né che i poveri non ne avevano bisogno.

Spese militari all'estero e trasferimenti finanziari netti.

La serie delle spese militari degli Stati Uniti all'estero, espresse in percentuale del PNL, presenta una notevole stabilità. Eccettuato il primo anno del periodo considerato, il 1950, le deviazioni dalla media, pari allo 0,57% del PNL, sono state di piccola entità; la per-

centuale più bassa è pari a 0,4, la più alta a 0,8; in 14 dei 18 anni le percentuali furono 0,5, 0,6 e 0,7.

Ciò non vuol dire che questa situazione debba continuare per molti anni ancora. L'opinione pubblica statunitense sta dimostrando una crescente opposizione all'esercizio, da parte del paese, della funzione di « poliziotto del mondo ». Anche se non ci si può attendere una conversione totale dall'intervento all'estero all'isolazionismo, si prospettano tuttavia riduzioni nella « fetta » del PNL destinata alle spese militari all'estero.

Numerosi esperti sperano che un grande sollievo verrebbe alla bilancia dei pagamenti dalla fine della guerra nel Viet-Nam. Ritengo che queste speranze siano esagerate. Ciò che spero e ritengo che accadrà è che la distruzione ceda il passo alla ricostruzione e che ciò porti a meno spese militari e più aiuti all'estero. Le somme che si potranno risparmiare con la diminuzione delle spese militari potrebbero facilmente essere tutte assorbite da accresciuti stanziamenti per aiuti all'estero e da liberalizzate esportazioni di capitali privati.

È possibile che, in futuro, capitale estero a lungo termine affluisca verso gli Stati Uniti in misura molto più larga che non nel passato. I fattori d'attrazione verso investimenti sia diretti sia di portafoglio in America potrebbero crescere. Sarebbe meglio, peraltro, non contare su questo tipo di sviluppi. In ogni caso, l'ordine di grandezza di queste importazioni di capitale difficilmente dovrebbe essere in grado di modificare i « trasferimenti finanziari netti » dagli Stati Uniti in modo significativo.

La mia conclusione è che, nel lungo periodo, dobbiamo attenderci, di norma, un volume di « trasferimenti finanziari netti » pari ad almeno l'1,5% del PNL e forse più.

I « trasferimenti reali netti » necessari.

Il *transfer gap* deve essere presto colmato, e v'è un solo modo per colmarlo senza inconvenienti: aumentare i « trasferimenti reali netti » fino al livello di quelli « finanziari netti ». Infatti, anche supponendo che questi ultimi possano essere ridotti da restrizioni governative, non è da pensare che tali restrizioni possano essere mantenute, e fatte osservare in permanenza, in una società essenzialmente libera, o che restrizioni temporanee abbiano effetti permanenti, tali da ridurre i deflussi « normali » di capitale a un livello più basso. Se c'è qualcosa di simile a un livello normale per i « trasferimenti finan-

ziari netti », tentativi di ridurli temporaneamente, per mezzo di restrizioni temporanee, non possono essere ragionevolmente considerati quali « misure di aggiustamento ». Misure di tal genere possono, al massimo, soffocare lo squilibrio, non eliminarlo.

Un reale riequilibrio richiede, quindi, l'aumento del livello dei « trasferimenti reali netti » degli Stati Uniti all'1,5% del PNL, e forse più. Con un PNL di oltre 860 miliardi di dollari per il 1968, il necessario surplus dei beni e servizi inclusi nei « trasferimenti reali » sarebbe di circa 13 miliardi di dollari; ben diversa la cifra raggiunta, con un imponente *transfer gap*. Proiettando (non « prevedendo ») l'aumento del PNL al tasso composto annuale del 7 o 8% — per metà reale e per metà dovuto a rialzi dei prezzi — si ottiene, per il 1970, un PNL di circa 1.000 miliardi di dollari, con « trasferimenti reali netti » necessari per circa 15 miliardi. Che ciò richieda mutamenti profondi dei risultati finora ottenuti dagli Stati Uniti in materia di commercio estero, è facile avvertire raffrontando il traguardo da raggiungere con le cifre effettive di anni recenti: 4,6 miliardi nel 1966 e 4,5 miliardi nel 1967.

Molti lettori saranno forse colpiti dai miei ambiziosi obiettivi. Ma la mia ambizione non ha alcun connotato mercantilistico; è solo un onesto tentativo di chiarire il significato di ciò che invoca, si può dire, ogni economista e uomo politico: il riequilibrio della bilancia dei pagamenti.

Guardando al passato, vediamo che i « trasferimenti reali netti » degli Stati Uniti hanno raggiunto o superato l'1,1% del PNL soltanto 5 volte nei diciotto anni, e che solo una volta, nell'eccezionale 1957, hanno raggiunto la cifra richiesta di 1,5%. Sarà quindi necessaria una politica molto energica se si vorrà conseguire un risultato, che è stato realizzato una sola volta grazie a circostanze fortuite.

Non si deve però ritenere impossibile realizzare il necessario aumento del surplus di esportazioni. Il *transfer gap* statistico del 1967 è stato di 4,5 miliardi. Per circa la metà esso è da attribuirsi all'espansione inflazionistica negli Stati Uniti, accompagnata da un eccezionale rallentamento della domanda in Germania e in altri paesi europei. La mia stima del vero *gap* è di circa 2,3-2,5 miliardi di dollari. Via via che nei paesi europei aumenterà il livello della domanda effettiva e gli Stati Uniti riusciranno a disinflazionare, il *transfer gap* dovrebbe ridursi al suo livello cronico. L'attuale valore del commercio estero degli Stati Uniti è di circa 70 miliardi di dollari. Un miglioramento nel saldo dei beni e servizi di 2,5 miliardi

di dollari sarebbe pari soltanto a circa il 3,5% del suddetto valore. Per sicurezza, l'obiettivo da prefiggersi dovrebbe essere il 4%, da aggiungersi ai miglioramenti che dovrebbero provenire dagli aggiustamenti della domanda globale negli Stati Uniti e all'estero. Se le elasticità di prezzo dell'offerta e della domanda negli scambi con l'estero degli Stati Uniti si trovano nei limiti calcolati dalle tecniche econometriche, una riduzione del 4% del valore esterno del dollaro dovrebbe produrre il risultato desiderato.

Secondo recenti calcoli econometrici, l'elasticità di prezzo della domanda estera di esportazioni americane sarebbe maggiore di 3, e l'elasticità della domanda americana di importazioni maggiore di 1. Con le dovute riserve circa l'accuratezza di questi risultati e la stabilità dei coefficienti stimati, sembra ragionevole supporre che una riduzione del 4% del tasso di cambio del dollaro determinerebbe una variazione combinata delle esportazioni e delle importazioni di almeno il 4%, principalmente un aumento delle esportazioni. Superfluo precisare che ciò non significherebbe necessariamente un maggior volume di prodotti americani venduti in Europa; con un sistema così complesso di commerci multilaterali, sarebbe ingenuo chiedersi in anticipo quali paesi comprerebbero beni americani a prezzi ridotti e quali sarebbero questi beni.

Aggiustamento del tasso di cambio.

Una riduzione unilaterale del tasso di cambio del dollaro è irrealizzabile, in parte a causa del (non ancora troncato) legame del dollaro con l'oro, in parte perché il prezzo del dollaro non può essere inferiore a quello che gli altri paesi sarebbero disposti a pagare. La proposta che i paesi eccedentari aumentino il tasso di cambio delle loro monete è pure irrealizzabile, in parte perché i loro governi non intendono prendere misure che deliberatamente riducano la competitività delle industrie nazionali, in parte perché non si può mai esser certi di non rivalutare troppo o troppo poco e che il provvedimento non si riveli errato dopo un anno o due. Si immagini se la Francia avesse reagito a un surplus di esportazioni che sembrava persistente con una rivalutazione del franco, poco prima del grande aumento dei costi dell'estate 1968! Il caso francese ci serva di lezione.

Il fatto è che una piccola modificazione del tasso di cambio del dollaro può ottenere, senza molto disturbo, ciò che una deflazione negli Stati Uniti otterrebbe soltanto a prezzo di sofferenze pressoché

intollerabili. Una deflazione, che riuscisse ad eliminare la parte cronica del *transfer gap* spingendo una maggior quantità di merci americane sui mercati d'esportazione e svuotando le tasche americane abbastanza da ridurre la domanda d'importazioni, non potrebbe essere sopportata. Ma come realizzare la necessaria modificazione dei tassi di cambio?

La mia ricetta consiste in un allargamento dei limiti consentiti per oscillazioni intorno alla parità — la cosiddetta *band proposal*. L'attuale regolamento del Fondo Monetario consente movimenti dei tassi di cambio sui mercati liberi entro i limiti dell'1% della parità nell'uno e nell'altro senso. Questi limiti dovrebbero essere modificati, in modo da permettere scarti più ampi, forse del 5%, in più o in meno. Variazioni dei tassi di cambio di quest'ordine di grandezza permetterebbero al meccanismo riequilibratore di agire sui flussi internazionali di beni e servizi. Nessun governo sarebbe costretto a prendere misure impopolari; l'offerta e la domanda verrebbero lasciate libere di determinare i tassi di cambio, nei limiti fissati; ed ogni variazione del tasso di cambio nell'ambito di quei limiti si invertirebbe col mutare delle condizioni.

Questa non è la sede per diffondersi in particolari sul rimedio da me proposto, per valutare le argomentazioni di chi vi si oppone, o per esaminare come si possano eliminare gli ostacoli, molto seri, che si frappongono alla sua adozione. Scopo essenziale del presente articolo era quello di spiegare la persistenza del *transfer gap* e di distinguere i provvedimenti idonei a facilitarne l'eliminazione da quelli che, invece, sono da considerare inefficaci.

Fritz Machlup