

Il persistente squilibrio della bilancia dei pagamenti tedesca

I

Dalla pubblicazione del Dipartimento del Commercio: *The United States in the World Economy* (redatta da Hal B. Lary nel 1943), e fino a circa il 1957, quando apparve il lavoro di Donald MacDougall su *The World Dollar Problem*, vi fu una continua discussione sul surplus della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, sul cosiddetto (nel gergo d'allora) *dollar shortage*. Molti trovarono questo termine sgradevole. Talché qualcuno osservò che il mio libro sull'argomento, se, anziché *The Dollar Shortage*, fosse stato intitolato « Persistente squilibrio della bilancia americana dei pagamenti » avrebbe ricevuto una migliore accoglienza. Forse, ma agli inizi degli anni « cinquanta » la maggior parte degli economisti credeva nell'esistenza di meccanismi riequilibratori automatici, in contrasto con una realtà in cui, invece, esistono situazioni di squilibrio che possono essere durature e che meritano di essere studiate. Chi è stato scottato una volta diventa prudente. Dò quindi a questo lavoro un titolo più conforme alla moda, anziché un conciso *D-mark Shortage*, malgrado ritenga che gli squilibri, positivi, che si presentavano sui mercati dei cambi per il dollaro allora, e che si ripresentano per il marco ora, abbiano molti punti in comune. Nemmeno sono disposto ad abbandonare la posizione che assunsi rispetto al dollaro 27 anni fa, in *The Dollar Shortage*, quantunque il tempo l'abbia erosa — forse più velocemente di quanto pensassi, anche se non reputavo il *dollar shortage* un fenomeno permanente.

Questo non è il mio primo lavoro sul surplus della bilancia dei pagamenti tedesca. Ne avevo trattato più di 10 anni fa in un contributo (« Germany's Persistent Balance-of-Payments Disequilibrium ») incluso negli scritti in onore di Gottfried Haberler (R. E. Baldwin e altri, *Trade, Growth and the Balance of Payments*, Chicago, Rand, McNally & Co., 1965).

Questo nuovo studio contiene una sezione (la II), relativamente breve, riguardante la bilancia dei pagamenti statunitense. La sezione III sulla Germania è divisa in paragrafi, intitolati « Aspetti strutturali », « Assorbimento », « Il livello degli investimenti interni », « Politica economica », con una digressione, subito prima del paragrafo dedicato alla politica economica, sui modelli di « stock-adjustment » e di flusso per interpretare i movimenti di capitale. Una conclusione, raggiunta in altri lavori su altri aspetti del sistema monetario internazionale e qui ribadita, è che il cosiddetto « assorbimento » domina la parte corrente delle bilance dei pagamenti, e che ciò che necessita sono efficienti mercati dei capitali per investire all'estero i risparmi e i fondi eccedenti e un coordinamento, a livello internazionale, delle politiche monetarie.

II

Keynes, nella controversia con Ohlin sul problema delle riparazioni tedesche, aveva osservato, anche se in maniera esitante:

« Storicamente, il volume degli investimenti esteri ha mostrato, a mio avviso, una tendenza ad aggiustarsi — almeno in una certa misura — alla bilancia commerciale, piuttosto che viceversa, il primo essendo il fattore sensibile e il secondo il fattore insensibile. Nel caso delle riparazioni tedesche, invece, stiamo cercando di fissare il volume delle rimesse all'estero e di costringere la bilancia commerciale ad adeguarsi. Coloro che non vedono alcuna difficoltà in ciò — come chi non vede nessuna difficoltà nel ritorno della Gran Bretagna al regime aureo — ritengono di poter applicare la teoria dei liquidi a qualcosa che è non solido, almeno una massa viscosa con forti resistenze interne » (1).

La tesi di Keynes che il conto capitale si « aggiusterebbe » alle partite correnti, piuttosto che viceversa, non è stata affatto accettata. Economisti dell'equilibrio, quali Jacob Viner e Fritz Machlup, per esempio, salutarono il rapido formarsi di un surplus di esportazioni tedesche negli anni successivi al 1929, quando cessarono i prestiti alla Germania, come una prova che la parte corrente potesse facilmente aggiustarsi ai flussi di capitale (2). La posizione di Viner mostra

(1) J. M. KEYNES, « The German Transfer Problem », in *Economic Journal*, XXXIX, 1 (marzo 1929), pagg. 1-7, ristampato in American Economic Association, *Readings in the Theory of International Trade*, Philadelphia, Blakiston, 1949, pag. 167.

(2) Notava JACOB VINER in « German Reparations Once More », in *Foreign Affairs*, XXI (luglio 1943, ristampato in *International Economics: Studies by Jacob Viner*, Glencoe, Ill.,

qualche incertezza; che non si nota in Machlup, malgrado la sua successiva tendenza a considerare la deflazione, in periodi di seria disoccupazione, come « politicamente impossibile » e a imputare coloro che la raccomandano di incapacità a comprendere certi inalterabili fatti della vita (3). (In effetti la disoccupazione salì in Germania dalle 355.000 unità dell'estate del 1927 a 4,4 milioni del 1931, ossia al 15 per cento della forza lavoro.)

Quanto alla bilancia dei pagamenti statunitense, il filo conduttore del mio *The Dollar Shortage* era che gli Stati Uniti presentavano certe « propensioni » idonee a sviluppare un surplus di parte corrente e che il conto capitale mancò di aggiustarsi ad esso, se non quando il Governo americano dette inizio a massicci aiuti. Le forze che operavano sulle partite correnti erano: 1) una propensione a innovare che provocava la produzione di nuove merci di grande interesse per i consumatori e nuovi più economici modi di produrre vecchi prodotti; 2) una propensione relativa al ristagno secolare. Nuovi prodotti e nuove tecniche per produrre vecchi prodotti stimolavano le esportazioni e contenevano le importazioni poiché consumatori e produttori stranieri si indirizzavano verso merci americane e perdevano mercati per le loro merci negli Stati Uniti. Questa spiegazione dinamica dei vantaggi comparati ha la sua origine nel lavoro di J. H. Williams: « The Theory of International Trade Reconsidered » (4). E costituisce il nucleo centrale delle teorie di Geoffry Crowther e di Erik Hoffmeyer. Nell'analisi corrente, tale spiegazione è legata, da un lato, alla teoria del « ciclo del prodotto » di Raymond Vernon e, dall'altro, al recente acuto articolo di Richard T. Rapp,

The Free Press, pag. 182): « Nel 1930 e nel 1931 la Germania aveva effettuato pagamenti piuttosto notevoli per riparazioni... convertendo un disavanzo di 750 milioni di dollari nel 1928 in un surplus di esportazioni di circa 230 milioni di dollari nel 1930 e di 715 milioni di dollari nel 1931. Ciò, se non altro, prova che il problema del trasferimento, qualunque fosse il suo grado di realismo, non era una barriera insuperabile all'effettivo pagamento delle riparazioni ». E FRITZ MACHLUP ha osservato (in *International Payments, Debts and Gold*, New York, Charles Scribner's Sons, 1964, pagg. 385-386): « È difficile comprendere perché alcuni economisti alla fine degli anni 'venti' facessero tanto chiasso sulla pretesa gravità del problema dei trasferimenti tedeschi. La notevole velocità con la quale la bilancia commerciale tedesca si aggiustò alla cessazione degli afflussi di capitali e ai pagamenti netti di riparazioni... rappresenta così esattamente il tipo di aggiustamento descritto nel modello teorico che si è tentati di pensare che le cifre siano 'postulate' anziché tratte da rilevazioni statistiche ».

(3) FRITZ MACHLUP, « La scelta di un sistema di cambi flessibili », in questa Rivista, settembre 1973, pag. 145.

(4) *Economic Journal*, XXXIX, 2 (giugno 1929), pagg. 195-209, ristampato in American Economic Association, *Readings, op. cit.*, pagg. 253-271.

secondo il quale la moderna teoria del commercio internazionale non è di molto aiuto come strumento analitico per comprendere i meccanismi della rivalità commerciale (5). Nel modello di Heckscher-Ohlin-Samuelson l'equilibrio prevale. Ma in un mondo più dinamico, di nuovi prodotti e di nuove tecniche e di imitazione da parte delle economie emergenti, situazioni di squilibrio nel mercato delle nuove merci e nelle bilance dei pagamenti sono, più verosimilmente, la norma. Oppure, l'equilibrio dinamico può essere raggiunto (secondo Williams) con vantaggi comparati conseguiti nelle nuove merci e nelle nuove tecniche, mentre i vecchi vantaggi sono progressivamente erosi dalle imitazioni. Un efficace contributo contro l'applicabilità della teoria di Heckscher-Ohlin-Samuelson al commercio di manufatti è stato fornito da *An Essay on Trade and Transformation* di Staffan Burenstam Linder, che ha posto in risalto il fenomeno, largamente osservato, di paesi che commerciano vantaggiosamente fra di loro in manufatti, ancorché presentino notevoli similarità dal punto di vista della dotazione di fattori della produzione. Negli anni « quaranta », « cinquanta » e fino alla metà degli anni « sessanta », le partite correnti degli Stati Uniti presentarono un continuo surplus grazie a nuovi prodotti (aerei, calcolatori, attrezzature pesanti, settori dell'elettronica, etc., oltre a tradizionali merci agricole prodotte con nuovi metodi), surplus che altrimenti sarebbe andato perduto, poiché l'imitazione e la concorrenza estera, che poteva usufruire di fattori di produzione a più buon mercato, venivano erodendo i vecchi vantaggi comparati per le automobili, i prodotti tessili, le scarpe, gli utensili domestici, e tutti i minerali tranne il molibdeno e il carbone.

Legati a questi cambiamenti reali, o microeconomici, sono fattori macroeconomici riguardanti, in particolare, la relazione tra risparmio e investimenti da un lato, e la propensione a investire all'estero dall'altro. E' nel ricordo di tutti la diffusa opinione dell'immediato dopoguerra che gli Stati Uniti sarebbero caduti in una depressione economica. Qui la posizione estrema era quella di Alvin Hansen e della sua tesi del ristagno secolare per gli Stati Uniti (aumento dei risparmi derivanti da crescenti redditi e declino delle opportunità di investimento per l'esaurirsi delle possibilità di espansione territoriale interna e per la caduta della crescita demografica). Altri keyne-

(5) RICHARD T. RAPP, « The Unmaking of the Mediterranean Trade Hegemony: International Trade Rivalry and the Commercial Revolution », in *Journal of European Economic History*, XXXV, 3 (settembre 1975), pag. 514.

siani si attendevano una rapida caduta del reddito nel breve periodo a causa della sospensione delle spese per gli armamenti, così sotto-stimando la capacità di recupero del consumo e dell'attività economica, stimolati sia dalla liquidità derivante dai risparmi forzati della guerra sia dall'accumulo di acquisti rinviati per ricostruire scorte e di spese procrastinate per il capitale fisso. *The Dollar Shortage* non abbracciò la tesi del ristagno secolare, ma quella di un ristagno relativo; e ritenne che gli Stati Uniti avrebbero avuto maggiori risparmi — da più alti redditi — e minori investimenti per l'assenza di danni di guerra e per liquidazione di scorte e logorio di capitale fisso inferiori a quelli degli altri paesi industriali. Quanto ai paesi in via di sviluppo, i loro risparmi erano scarsi e le necessità di investimento virtualmente illimitate. In queste condizioni, un relativo ristagno per gli Stati Uniti implicava che le partite correnti della loro bilancia dei pagamenti fossero in attivo.

La tesi del *dollar shortage* nel 1949 si basava appunto sulla previsione di un surplus americano per beni e servizi — quale si ebbe effettivamente dal 1919 al 1971, tranne per tre piccoli disavanzi ammontanti a meno di 500 milioni di dollari nel 1935, nel 1936 e nel 1937 — e sulla incapacità dei mercati statunitensi dei capitali a consolidarlo in investimenti a lungo termine all'estero. Quest'ultima opinione era largamente diffusa dopo la guerra, per effetto del collasso che aveva colpito i mercati finanziari internazionali negli anni « trenta », e fu vera almeno fino a circa il 1960.

I continui surplus di parte corrente fino al 1970 e la stazionarietà dei prestiti privati americani a lungo termine fin verso il 1960 non furono considerati dagli osservatori tali da implicare un persistente surplus per due motivi. In primo luogo, fin dal 1950, Fritz Machlup sostenne che ci fosse una fondamentale ambiguità tra le voci da considerare « autonome » e quelle da considerare « compensative » nell'ambito della bilancia dei pagamenti (6). A suo dire, gli aiuti all'estero e gli altri trasferimenti governativi, in particolare, non avrebbero dovuto essere considerati quali forme di finanziamento del surplus americano, come sarebbe stato se essi fossero « compensativi », ma una causa del surplus. Non le esportazioni avrebbero portato ad aiuti all'estero, quanto piuttosto gli aiuti all'estero

(6) Si veda il suo « Three Concepts of the Balance of Payments and the So-called Dollar Shortage », in *Economic Journal*, LX, 1 (marzo 1950), pagg. 46-68, ristampato in *International Payments, Debts and Gold*, op. cit., pagg. 69-92.

avrebbero dato origine ad aumenti delle esportazioni. A sua volta, il Dipartimento del Commercio introdusse una distinzione tra la bilancia dei pagamenti relativa a merci e servizi e la bilancia dei pagamenti di parte corrente, comprendente « rimesse, donazioni e altre transazioni unilaterali » cioè i trasferimenti. Tale cambiamento dei concetti contabili mise in evidenza per gli Stati Uniti un deficit di parte corrente per la prima volta nel dopoguerra nel 1950 e quindi nel 1953 e nel 1959.

In secondo luogo, verso la metà degli anni « cinquanta », il Dipartimento del Commercio osservò che parte degli aiuti americani all'estero non veniva usata per acquistare beni e servizi americani, ma per aumentare le riserve dei paesi beneficiari. Le autorità americane cominciarono a preoccuparsi della crescita delle attività liquide estere sugli Stati Uniti. Esse considerarono illiquide le attività a breve degli Stati Uniti sull'estero; liquide quelle estere sugli Stati Uniti. Di questo passo si collegò la definizione di equilibrio della bilancia dei pagamenti alla cosiddetta « liquidità di base »; secondo tale criterio, la bilancia dei pagamenti di parte corrente dovrebbe essere sufficientemente positiva da bilanciare l'uscita di capitale sia a lungo sia a breve termine, così da impedire perdite d'oro o aumenti delle attività a breve sul paese. La nuova definizione cancellò ogni traccia di surplus nella bilancia dei pagamenti e pose in evidenza disavanzi in ogni anno a partire dal 1950, tranne che per il 1957. Nella maggior parte degli anni dal 1950 al 1968 i disavanzi raggiunsero 3 miliardi di dollari o poco meno. Ogni anno vi fu, è vero, un surplus per merci e servizi, ma i trasferimenti e i prestiti superarono tale surplus di circa 3 miliardi di dollari; il deficit crebbe rapidamente nel 1969. L'aiuto estero diminuì dopo la fine del Piano Marshall nel 1952, malgrado il « Punto Quattro » per l'assistenza ai paesi in via di sviluppo. Nella seconda metà degli anni « cinquanta » cominciò invece a crescere l'esportazione di capitali privati americani che non aveva raggiunto il miliardo di dollari per anno dal 1947 al 1950; da 1,5 miliardi di dollari del 1955 salì a 3,6 nel 1957, a 4,2 nel 1961 e a 6,5 miliardi nel 1964, nonostante le restrizioni e i vincoli imposti dall'« Interest Equalization Tax » del luglio 1963.

« Il ritorno alla convertibilità e la crescente fiducia nella continua libertà dei pagamenti internazionali hanno condotto ad una maggiore mobilità dei capitali e ad una connessa tendenza verso una maggiore integrazione dei mercati finanziari internazionali... I nostri meccanismi per prestiti a lungo termine particolarmente efficienti, a costi

relativamente bassi e prontamente accessibili hanno indubbiamente accresciuto il drenaggio sulla nostra bilancia dei pagamenti. Nello stesso tempo, l'emergere di un mercato monetario internazionale altamente sviluppato ha molto aumentato il grado di mobilità dei fondi sensibili ai tassi di interesse » (7).

Non è questa la sede per contestare la definizione di equilibrio della bilancia dei pagamenti basata sul concetto di liquidità e sostenere una definizione adatta a un centro finanziario che richiederebbe un persistente deficit (secondo la definizione basata sulla liquidità) di dimensioni sufficienti a far fronte alla domanda aggiuntiva di liquidità da parte del resto del mondo (8). Né vi è tempo, dato il nostro interesse per il surplus della bilancia dei pagamenti tedesca, per discutere se il dollaro fosse sopravvalutato dopo il ritorno alla convertibilità nel 1958, come qualcuno pretenderebbe, o per esaminare nei particolari i fattori che contribuirono all'improvviso peggioramento della parte corrente e dei movimenti di capitale che ebbe inizio nel 1970. Ho già sostenuto per esteso che la bilancia americana per merci e servizi divenne negativa perché il ritmo di innovazione negli Stati Uniti venne rallentando mentre altri paesi, segnatamente Giappone e Germania, facevano rapidi progressi nei nuovi prodotti e nelle nuove tecniche originariamente introdotte dalle imprese americane. A loro volta, i flussi di capitali a breve divennero sempre più erratici a partire dal 1969, poiché le autorità monetarie su entrambe le sponde dell'Atlantico non riuscirono a realizzare ciò che mercati finanziari integrati rendevano necessario: il coordinamento delle politiche monetarie e dei tassi d'interesse. Politiche divergenti condussero ad enormi movimenti di capitale nel momento in cui speculatori ed investitori andavano riordinando i loro portafogli.

Piuttosto, mi sia consentito di riassumere i punti manchevoli nel dibattito di un tempo su un « persistente » surplus della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

1) Non era errato credere nell'esistenza di tale surplus negli anni « cinquanta ». Nei primi anni il surplus per beni e servizi fu

(7) *Annual Report of the Council of Economic Advisers*, gennaio 1965, Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, 1965, pagg. 75-76.

(8) Si veda in proposito E. DESPRES, C. P. KINDLEBERGER and W. S. SALANT, « The Dollar and World Liquidity, A Minority View », in *The Economist*, CCXVIII, 6369 (5 febbraio 1966), e C. P. KINDLEBERGER, « Balance-of-Payments Deficits and the International Market for Liquidity », in *Essays in International Finance*, n. 46, Princeton University Press, Princeton, N.J., maggio 1965.

in larga parte neutralizzato da trasferimenti governativi di natura endogena.

2) Fu invece un errore non prevedere il lento incremento del deflusso di capitali statunitensi sotto forma di investimenti diretti e di accumulo di titoli in portafoglio. Gli eventi del 1928 potevano essere dimenticati trent'anni dopo; e il mercato finanziario aveva sviluppato adeguati meccanismi per il trasferimento di fondi all'estero.

3) Fu un errore credere nella bilancia di base o nella bilancia di liquidità per definire l'equilibrio. Non vi sono due mercati da riequilibrare, quello delle merci e quello dei titoli, ma almeno tre: delle merci, dei titoli e della moneta. Quando New York era il principale centro finanziario era normale che altri paesi, vendendo titoli, volessero prendere a prestito non soltanto per comprare beni ma anche per acquisire liquidità. L'estensione dell'intermediazione finanziaria da quella tra titoli e moneta a quella tra investimenti diretti e moneta è facile da realizzare (9).

4) La drastica riduzione del surplus di parte corrente della bilancia dei pagamenti americana dopo il 1969 è legata al probabile declino della capacità innovatrice, alla riduzione della propensione al risparmio e all'aumento della propensione al consumo. La svalutazione del dollaro, la recessione e i pessimi raccolti all'estero hanno ricostituito il surplus nel 1975. Gli economisti dell'equilibrio porrebbero l'accento sulla svalutazione; altri sulla recessione e sui raccolti insufficienti che hanno agito rispettivamente sulle importazioni di oli minerali e sulle esportazioni di grano.

5) Sia che un economista avesse potuto, o no, prevedere il collasso della parte corrente della bilancia dei pagamenti del 1970 venti anni prima (10), colui che non avesse previsto il risveglio dei prestiti a lungo termine non era in grado di prospettarsi la sua continuazione dopo l'insorgere di un passivo nelle partite correnti e nemmeno il rapido sviluppo dei movimenti a breve termine fra i vari mercati nazionali e col mercato monetario europeo.

(9) Si veda WALTER S. SALANT, « Capital Markets and the Balance of Payments of a Financial Center », in WILLIAM FELNER, FRITZ MACHLUP and ELEVEN OTHERS, *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, Princeton University Press, Princeton, N.J., 1966, pagg. 177-196.

(10) Per un'illustrazione delle difficoltà nelle previsioni relative alla bilancia dei pagamenti, si veda W. S. SALANT ed altri, *The United States Balance of Payments in 1968*, Washington D.C., The Brookings Institution, 1963.

III

Nel lavoro del 1964 su « Il persistente squilibrio della bilancia dei pagamenti tedesca » avevo elencato nove possibili ragioni del surplus ed ero riuscito a cancellarne soltanto una. Le nove ragioni erano:

- 1) inflazione all'estero;
- 2) politiche di *beggar-thy-neighbor* della Germania;
- 3) struttura del commercio estero tedesco;
- 4) propensione della Germania ad esportare;
- 5) docilità della manodopera tedesca;
- 6) concorrenza nei mercati tedeschi;
- 7) propensione dei tedeschi al risparmio o a non consumare;
- 8) insufficienze del mercato tedesco dei capitali;
- 9) innovazione e progresso tecnico in Germania.

L'ipotesi eliminata fu la seconda, le politiche di *beggar-thy-neighbor*. Le altre ipotesi furono mantenute per essere composte in un quadro complessivo in cui 1, 3, 4, 5, 6, 7, 9 conducevano ad un surplus di parte corrente che le insufficienze del mercato dei capitali — 8 — non consentivano di consolidare in deflussi di capitale a lungo termine. L'articolo esentava le autorità tedesche da errori di politica economica e suggeriva che lo squilibrio fosse nella natura stessa delle cose. Su quest'ultimo punto oggi sono meno sicuro.

Nell'aggiornare il lavoro dal 1964 al 1975, è opportuno riordinare il precedente approccio. In ciò che segue tratterò il problema del surplus sotto quattro punti di vista: strutturale, macro-economico, istituzionale, della politica economica. L'aspetto strutturale comprende elementi micro-economici, quali la composizione del commercio estero tedesco, la propensione all'esportazione, la docilità della forza lavoro, la competitività e la capacità dell'industria tedesca ad innovare. La lista di oggi sarebbe più lunga e dovrebbe includere il successo dell'OPEC nel quadruplicare il prezzo del petrolio nell'ottobre 1973. Gli aspetti macro-economici si riannodano all'inflazione all'estero, relativa deflazione in Germania, propensione della popolazione tedesca a risparmiare e fenomeni connessi. Considerati insieme l'aspetto strutturale e quello macro-economico spiegano il persistente surplus tedesco di parte corrente. Gli aspetti istituzionali prendono in considerazione le carenze del mercato dei capitali tedesco, che

hanno impedito al surplus della parte corrente di tradursi in deflussi di capitali a lungo termine. Il paragrafo dedicato alla politica economica riguarda naturalmente le decisioni delle autorità monetarie e fiscali sia sul piano micro-economico sia sul piano macro-economico — riduzione dei dazi doganali (1956), modifica dell'imposta sul valore aggiunto per il commercio estero, rivalutazione del marco nel 1961, 1969 e 1971 e fluttuazione dello stesso dal 1973 — e le politiche monetarie e fiscali poste in essere a livello macro-economico.

Le autorità tedesche affrontano il problema della bilancia dei pagamenti in modo indiretto. Per esse il problema consiste nel se permettere, o no, di importare inflazione (11). Certo, l'esperienza storica della Germania con l'inflazione e quella dell'Inghilterra con la disoccupazione potrebbero contribuire a far sì che le autorità dei due paesi scegliessero differenti posizioni sulla curva di Phillips, ammesso che le due nazioni si trovassero ad avere la stessa curva. Ma il problema è molto più complesso. Se l'inflazione si sviluppa a tassi differenti in due paesi, dovrebbe essere possibile, aggiustando il tasso di cambio, mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti. Nel caso della Germania i suoi prezzi sono aumentati in misura non molto inferiore a quelli degli Stati Uniti. Eppure, il marco tedesco è stato rivalutato da meno del 25 per cento a circa il 40 per cento, cioè da 4,2 marchi per dollaro a circa 2,5 senza produrre un surplus di importazioni. Non basta quindi porre l'accento soltanto sull'inflazione.

Aspetti strutturali

Come nel caso del *dollar shortage*, aspetti strutturali e macro-economici che provocano una persistente tendenza a un surplus di parte corrente sono tra loro correlati. Sia il mercato delle merci sia il mercato del reddito debbono equilibrarsi. Se si vendono merci all'estero più di quante se ne acquistano, la spesa deve essere inferiore al reddito prodotto. Sappiamo ormai che è inutile discutere se l'approccio delle elasticità riguardante il mercato delle merci sia migliore dell'*absorption approach* che connette reddito e spesa, tranne

(11) Un ottimo resoconto degli sforzi relativi alla bilancia dei pagamenti è contenuto in «The German Struggle Against Imported Inflation», Cap. 24 di LELAND B. YEAGER, *International Monetary Relations: Theory, History and Policy*, 2ª ed., New York, Harper and Row, 1975. Si veda anche PATRICK M. BOARMAN, *Germany's Economic Dilemma, Inflation and the Balance of Payments*, New Haven, Yale University Press, 1964.

quando un mercato sia l'elemento trainante e l'altro segua. Invero le ragioni strutturali del surplus delle esportazioni tedesche — forte proporzione di beni capitali ad alta domanda in questo dopoguerra, corsa all'esportazione dell'industria tedesca dopo l'autarchia hitleriana, sua efficienza nel produrre su commessa e nel rispettare i tempi di consegna (diversamente, per esempio, dalle imprese inglesi), pratiche di discriminazione coi prezzi, ritrosia ad aumentarli in occasione di rivalutazioni del marco per timore di perdere quote di mercato (12) — sono tutte connesse con un'alta propensione al risparmio sia media che marginale. Va però rilevata una differenza. Se si pone l'accento sui mercati delle merci, si dà per implicito che variazioni del tasso di cambio produrranno sostanziali cambiamenti nella bilancia commerciale o nelle partite correnti, con ciò supponendo che i valori delle elasticità siano alti; se invece l'accento è posto sull'assorbimento si implica che le elasticità siano basse e che l'aggiustamento del tasso di cambio non abbia probabilità di essere efficace nel modificare la bilancia commerciale. Similmente, il dar risalto ad aspetti strutturali nella spiegazione del surplus commerciale implica basse elasticità, senza con ciò necessariamente suggerire che le forze coinvolte sono di natura micro oppure macro-economica (13).

Questo lavoro non proporrà stime econometriche dei valori delle elasticità-prezzo delle esportazioni e importazioni nel commercio tedesco. Sembra però certo che tali valori siano bassi. Hoener ha osservato che la rivalutazione del 1961 non ridusse le esportazioni poiché sull'elasticità-prezzo della domanda estera predominò l'elasticità-reddito della domanda estera di merci tedesche (14). Anche dal lato delle importazioni prevalse l'elemento reddito, con il virtuale equilibrio del 1965 determinato dal boom e rapidamente eliminato

(12) Si veda, per esempio, il discorso per la London School of Economics di Sir ARTHUR LEWIS, *Socialism and Growth* del 3 dicembre 1970, pagg. 7-8: «Se un paese ha notevoli risorse naturali o una propensione all'innovazione tecnologica o a forzare le esportazioni, come la Germania, le sue esportazioni possono continuamente superare le importazioni. Se invece — come l'Inghilterra — è carente sotto tali aspetti, lo sviluppo economico tenderà ad accrescere le importazioni più velocemente delle esportazioni».

(13) Vi è naturalmente un terzo approccio alla bilancia dei pagamenti, quello monetarista che pone l'accento sulla circostanza che almeno tre sono i mercati che debbono equilibrarsi: delle merci, del reddito e della moneta. Oppure, il termine «moneta» può essere considerato come «attività finanziaria» e divisa in titoli e moneta. Tornerò su tali questioni fra poco.

(14) HANS WILHELM HOENER, *Bestimmungsgründe für die Entwicklung der Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland seit der Aufwertung im Jahr 1961 bis 1957* (Kieler Studien 107), Tübingen, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), 1970, pag. 44 e segg.

dalla recessione del 1966-67 (v. tab. 1). Inoltre, il surplus commerciale aumentò ogni anno dal 1970 al 1974. Mentre il tasso di cambio passava da 4 a 2,5 marchi per dollaro — e anche meno se il tasso venisse ponderato sulla base della struttura dell'interscambio commerciale —, il surplus commerciale saliva da 15 a 50 miliardi di marchi.

L'aumento del prezzo del petrolio, che causò disavanzi nelle bilance dei pagamenti di molti paesi importatori, sembrò provocare, dopo un breve intervallo, un ulteriore aumento del surplus tedesco, poiché le importazioni dei paesi OPEC dalla Germania (in grado di effettuare le consegne) crebbero così rapidamente da colmare il deficit petrolifero nel 1975.

Il fallimento della manovra del tasso di cambio per frenare le esportazioni e stimolare le importazioni (a prescindere dalle quantità di oli minerali ritenute inelastiche nel breve e nel medio periodo) ha sorpreso la maggior parte degli osservatori. Quasi due terzi delle esportazioni tedesche sono rappresentati da prodotti finiti, ma questi hanno una bassa elasticità-prezzo a motivo della qualità superiore e della puntualità delle consegne. Meno di un terzo delle importazioni tedesche è costituito da prodotti finiti; altre voci merceologiche, come materie prime, beni intermedi e prodotti finiti primari, hanno una bassa elasticità rispetto al prezzo. Senza dubbio il grosso del surplus commerciale del 1973 e del 1974 è stato conseguito con i paesi industrializzati (28 miliardi di DM su un totale di 33 miliardi nel 1973 e 44 miliardi su un totale di 51 nel 1974), soprattutto europei (8 miliardi con la CEE, 15 con l'EFTA nel 1973 e 17 e 19 miliardi rispettivamente nel 1974). La rivalutazione del marco rispetto al dollaro sovrastima il peso medio dell'interscambio commerciale con l'Europa, tenuto conto che, per esempio, il marco tedesco si rivalutò dalla fine del 1972 all'agosto del 1975 del 15 per cento nei confronti dei paesi CEE e del 25 per cento nei confronti del dollaro. Che le elasticità-prezzo non dominino la bilancia dei pagamenti è confermato dal rapido declino nel 1975 del surplus tedesco verso l'Europa e dalla riduzione del deficit petrolifero verso l'OPEC.

Particolare attenzione dovrebbe forse essere dedicata alla limitata spesa dei consumatori tedeschi in prodotti finiti d'importazione. Questi, è vero, raggiunsero 57 miliardi di DM nel 1974 su un totale di 180, aumentarono cioè di quasi tre volte sul 1965, mentre il totale delle importazioni aumentava un po' meno (da 70 a 180 miliardi), con ciò indicando una elasticità rispetto al reddito maggiore di 1.

Ma nella maggior parte dei paesi in periodi di piena occupazione le elasticità rispetto al reddito raggiungono valori molto più alti, da 3 a 5. Sarebbe stato plausibile supporre che il crescere dei redditi in Germania, certe tensioni dell'offerta fino al 1973, la rivalutazione di fatto del marco determinassero aumenti molto maggiori della spesa per prodotti importati. Probabilmente, la rivalutazione fu in gran parte controbilanciata dai diversi tassi d'inflazione all'estero; i suoi effetti reali furono così bloccati.

Un tasso di inflazione all'estero eccedente il tasso di svalutazione delle corrispondenti valute estere, che avrebbe lasciato il marco sottovalutato, spiegherebbe, naturalmente, il continuo e perfino crescente surplus delle esportazioni. Sorge però qui il problema del perché sia sempre la Germania a godere di una relativa deflazione mentre il resto del mondo è affetto da relativa inflazione. Ciò mi sposta dall'aspetto strutturale a quello macro-economico.

Assorbimento

L'« absorption approach » per le partite correnti della bilancia dei pagamenti è in termini di aggregati macroeconomici le cui relazioni pongono in evidenza che il surplus o il deficit deve rappresentare la differenza tra il reddito prodotto e la spesa (o assorbimento). Nella formulazione di Alexander:

$$X - M = Y - (C + I + G) \quad \text{oppure} \quad B = Y - A.$$

Se la bilancia dei pagamenti (B) è positiva, l'assorbimento deve essere inferiore al reddito prodotto (Y). La questione è di vedere cosa governi il tasso di assorbimento.

Le equazioni originarie possono essere tradotte in questa forma:

$$X - M = S - I_a$$

dove S sta per risparmi e I_a indica gli investimenti interni. Se disaggreghiamo i risparmi in quelli delle imprese o società (S_e), delle famiglie (S_p) e del settore pubblico (S_g), abbiamo:

$$X - M = S_p + S_g + (S_e - I_a)$$

che pone in evidenza come il surplus di esportazione sia uguale al risparmio delle famiglie più il risparmio pubblico (o meno il deficit

del settore pubblico) e, di norma, meno l'eccezione degli investimenti interni del settore delle imprese rispetto ai profitti non distribuiti.

Sottraendo gli investimenti esteri da entrambi i membri della equazione abbiamo la bilancia di base nella bilancia dei pagamenti al primo membro:

$$X - M - LTC = S_p + S_g + (S_e - I_a) - LTC$$

con LTC che rappresenta un deflusso di capitali (e che ha segno negativo quando c'è un afflusso). LTC nel lato destro dell'equazione può essere ulteriormente suddiviso in flussi riguardanti le imprese industriali e « altri » flussi come nella seguente equazione:

$$X - M - LTC = S_p + S_g - LTC_p + (S_e - LTC_e - I_a)$$

Se le imprese prendono a prestito all'estero per finanziare investimenti in Germania, come è spesso avvenuto negli ultimi anni, l'espressione in parentesi nell'ultima equazione probabilmente non sarà negativa; può essere perfino positiva, con il risultato di un insufficiente sbocco per i risparmi interni delle famiglie e del settore pubblico. In questo caso, con un valore grande di S_p , vi deve essere un notevole deflusso di capitale dal conto « altri » (banche e famiglie) per evitare che $X - M - LTC$, il lato sinistro dell'equazione, non assuma un ingente valore positivo, che cioè vi sia un notevole surplus.

Questa era la situazione degli Stati Uniti fino al 1958, quando il surplus delle esportazioni superava il deflusso di capitale a lungo termine e i risparmi personali e il risparmio pubblico (esiguo) superavano l'indebitamento netto delle imprese. In quel caso si verificò un aumento del deflusso di capitale e alla fine una diminuzione del tasso di risparmio personale. Il caso tedesco differisce profondamente: primo, perché la propensione al risparmio è andata aumentando fino a tutto il 1975, quando raggiunse il massimo come percentuale del reddito disponibile; secondo, per il fatto che le istituzioni del mercato finanziario non hanno posto in essere meccanismi in grado di trasferire all'estero i risparmi eccedenti con una certa regolarità.

L'esperienza tedesca in materia di risparmio presenta un enigma. Nell'articolo in onore di Haberler avevo sottolineato, in primo luogo, che l'iniziale surplus rappresentava risparmi pubblici conseguiti dal Ministro delle Finanze Fritz Schaeffer con gli accorgimenti definiti

Julius-turm (15). Aumentando le tasse prima delle correlative spese e considerandole contabilmente come erogate al momento del prelievo, Schaeffer veniva a mascherare un avanzo. Quando poi tale pratica fu scoperta e corretta, crebbero i risparmi delle famiglie e presero il posto dei risparmi pubblici. Se $X - M = S_p + S_g$ e entrambi i membri sono positivi, il surplus delle esportazioni è mantenuto qualora S_p cresca quando S_g cala.

Avevo, in secondo luogo, notato che la Germania rappresentava una eccezione alla legge di Mundell, secondo la quale a misura che aumenta la quota del reddito distribuito al lavoro, la bilancia dei pagamenti peggiora. La legge di Mundell è basata sull'ipotesi, generalmente accettata, che la propensione al risparmio dei percettori di redditi da capitale sia più alta di quella dei salariati. Conseguentemente, nella misura in cui il reddito si redistribuisce a favore di questi ultimi la propensione al risparmio si abbassa. Il punto è stato approfondito da Alexander, che ha suggerito che cambiamenti nella distribuzione del reddito derivanti da modifiche del tasso di cambio possono alterare la bilancia commerciale, come Diaz-Alejandro pensa sia avvenuto per l'Argentina sebbene Alexander ritenesse debole quella possibilità (16). Tale possibilità è da escludere per la Germania, sia perché le imprese non societarie con basse propensioni al risparmio sono incluse tra i proprietari di mezzi di produzione, sia, molto più probabilmente, perché i percettori di salari presentano un'alta propensione, media e marginale, al risparmio.

Negli Stati Uniti i risparmi delle famiglie in rapporto al reddito disponibile si aggiravano intorno al 7 per cento negli anni « cinquanta », al 6 per cento negli anni « sessanta » con cadute in qualche anno al 4,9 per cento, per aumentare fino a circa l'8 per cento negli anni « settanta » (17). I dati tedeschi sono completamente differenti. Nel periodo 1954-1956 il risparmio totale sul reddito disponibile

(15) Il dott. Schaeffer, applicando tasse per il contributo tedesco alla difesa con molto anticipo rispetto alle spese militari, costituì nei primi anni « cinquanta » una segreta riserva, che raggiunse quasi sei miliardi di marchi nel 1953. Tale riserva fu chiamata *Julius-turm*, dalla torre a Spandau nella quale era stata segretamente riposta una parte dell'oro consegnato per indennità di guerra dalla Francia nel 1871.

(16) Si veda, S. S. ALEXANDER, « Effects of a Devaluation on a Trade Balance », *IMF Staff Papers*, Vol. II (aprile 1952), pag. 273; e CARLOS J. DIAZ-ALAJANDRO, *Exchange Rate Devaluation in a Semi-Industrialized Country, The Experience of Argentina, 1955-1961*, Cambridge, Mass., M.I.T. Press, 1965.

(17) Si veda l'*Annual Report of the Council of Economic Advisers*, febbraio 1975, Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, 1975, tabella C-17, pag. 268.

ammontò al 12,5 per cento, fluttuò intorno a tale percentuale fino alla metà degli anni « sessanta », e poi salì costantemente dall'11,5 per cento del 1966 al 17 per cento del secondo trimestre del 1975 (18). Tale comportamento non corrisponde a nessuna delle più sofisticate funzioni del consumo o del risparmio, che ritengono il risparmio funzione del reddito permanente, o costante nel lungo periodo sebbene positivamente inclinato nel breve via via che il consumo si adegua al più alto reddito dopo un ritardo nella maniera descritta da Duesenberry. Si è ritenuto per qualche tempo che le famiglie tedesche fossero risparmiatori con specifici obiettivi: risparmiare una elevata quota del reddito totale nel periodo successivo alla guerra al fine di ristabilire il desiderato rapporto tra reddito e ricchezza, e successivamente mantenere certi rapporti costanti di lungo periodo. La diminuzione dal 12,5 per cento della metà degli anni « cinquanta » all'11,5 per cento della metà degli anni « sessanta » sembrava confermare tale tesi; ma questa non riesce a spiegare il continuo alto livello del risparmio né tanto meno il suo aumento degli anni « settanta ».

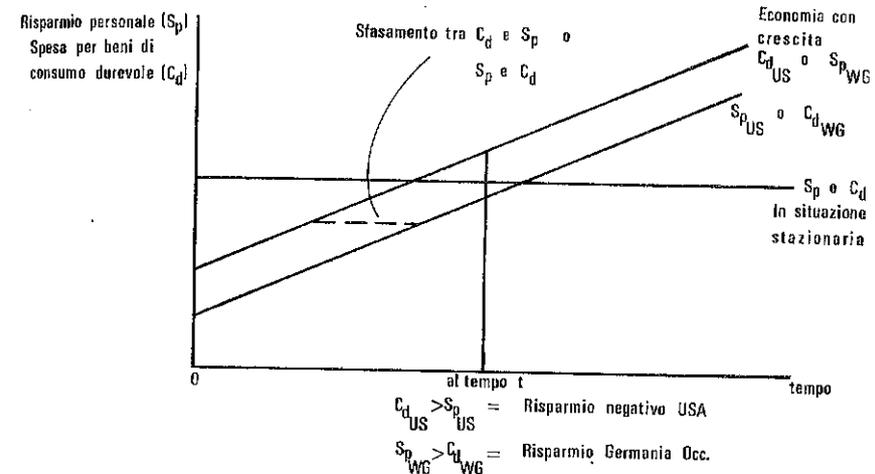
Per quanto riguarda l'alto livello del risparmio, Strumpel lo attribuisce alla pratica istituzionalizzata delle famiglie tedesche di accumulare risparmio in forma liquida prima di procedere all'acquisto di beni durevoli, piuttosto che ricorrere al pagamento rateale, come negli Stati Uniti. L'aumento dei debiti dei consumatori era giunto nel 1973 al 7,8 per cento del reddito disponibile negli Stati Uniti, contro solo 0,7 per cento della Germania (19). Come appare dal grafico, la differenza di prassi influenza il risparmio soltanto in una economia non stazionaria. Nello stato stazionario, lo stesso ammontare è risparmiato e speso in beni di consumo durevole in ogni periodo. In situazioni di sviluppo del reddito, il paese che compra a rate viene accrescendo il debito rateale e liquida risparmio, mentre il paese che prima risparmia e poi compera ne accumula di continuo. Nel grafico, il consumo degli Stati Uniti precede di continuo il risparmio (e i debiti a rate accumulati sono alti in rapporto al reddito nazionale), laddove in Germania i risparmi precedono la spesa, il credito a rate è limitato e il risparmio in forma liquida

(18) V. BURKHARD STRUMPEL, « Saving Behavior in Western Germany and the United States », in *American Economic Review, Papers and Proceedings*, LXV, 2 (maggio 1975), pag. 211, e *Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank*, Reihe 4 (ottobre 1975), tabella 3.

(19) STRUMPEL, *op. cit.*

crece. Lo stesso vale, naturalmente, per i finanziamenti edilizi, con l'ulteriore differenza che i tedeschi da un lato pagano anticipi elevati in rapporto al valore della casa ricorrendo a mutui per un importo inferiore, e dall'altro lato comprano case che sono più ampie in relazione al reddito di quanto non facciano gli americani. Ciò può trovare una spiegazione nella scarsità, rispetto agli Stati Uniti, nella disponibilità di terreni e forse nel fatto che l'abitazione è vista in funzione di una permanenza più prolungata. Un economista mi ha fatto notare che, in contrasto con una prassi che consiglia alle famiglie americane di spendere da 2½ a 3 volte il reddito annuale per una casa, in Germania tale rapporto è di 6 a 1 e perfino di 8 a 1.

EFFETTI DELLO SFASAMENTO (POSITIVO O NEGATIVO) TRA RISPARMIO E SPESA PER BENI DI CONSUMO DUREVOLE IN SITUAZIONI DI STAZIONARIETÀ E DI SVILUPPO



L'aumento del risparmio in Germania ha raggiunto un massimo — si è parlato di « mania » — (20) nel 1975; un aumento, ma ad un più basso livello, si è verificato anche negli Stati Uniti. Il fenomeno sembra sia stato motivato dall'incertezza. La prospettiva di disoccupazione in una fase di grave recessione ha spinto le famiglie a ridurre le spese e ad accumulare riserve liquide. Ciò ha reso più grave la crisi e ha condotto ad un maggiore surplus nella bilancia dei pagamenti. L'equilibrio di base della bilancia dei pagamenti non

(20) ERNST WILLENBROCK, « Excessive Savings Hit Economic Hopes », in *Deutsche Allgemeine Sonntagsblatt*, 8 giugno 1975.

è stato raggiunto perché i risparmi in eccesso rispetto agli investimenti interni [cioè, $S_p + S_g$ (deficit) — ($I_a - S_e - LTC_e$) (afflusso di capitali)] non hanno potuto consolidarsi in un deflusso di capitali a lungo termine. Ciò porta a discutere delle istituzioni e della politica economica. Prima, però, è bene affrontare il problema degli investimenti interni e compiere una digressione per considerare se i flussi di capitale possono essere meglio trattati come problemi di portafoglio, in cui un dato stock di ricchezza è investito all'interno e all'estero secondo una strategia ottimizzante intesa a massimizzare il reddito subordinatamente all'obiettivo di minimizzare il rischio, oppure come flussi che bilanciano un eccesso di risparmio rispetto alle opportunità di investimento in un paese con l'eccesso di tali opportunità rispetto al risparmio in un altro paese.

Livello degli investimenti interni

Non basta, naturalmente, parlare soltanto di S_p , S_g e S_e . Bisogna considerare il livello relativamente basso di I_a (al netto di quell'ammontare di investimenti esteri diretti in Germania finanziato con afflussi di capitali). In un modello keynesiano I_a è considerato autonomo, determinato dalla crescita demografica, dal progresso tecnico, in una certa misura dal reddito, e soltanto in piccola parte dal tasso d'interesse. Quando vi sia un notevole impegno per l'esportazione, gli investimenti industriali dipendono molto dall'evoluzione del reddito negli altri paesi e sono probabilmente poco influenzati dal tasso d'interesse. Analogamente, l'elevata percentuale di risparmio rispetto al reddito disponibile riduce le opportunità sul mercato interno, tranne forse nella misura in cui il risparmio è preordinato per l'acquisto di abitazioni.

Non ho sottoposto ad analisi econometrica le relazioni tra l'evoluzione delle costruzioni di impianti, macchinari industriali, edilizia da un lato e il tasso d'interesse dall'altro; ma un esame sommario di dati e del grafico fa pensare che la curva I-S non sia molto piatta, vale a dire che gli investimenti non siano molto sensibili al tasso d'interesse. Nel 1973 la stretta attuata sul mercato monetario e finanziario provocò un'inversione di tendenza nell'industria delle costruzioni. Ma una rapida riduzione del tasso di interesse non ne impedì l'ulteriore flessione nel 1975. Benché alcuni economisti possano muovere obiezioni a questa conclusione, credo si possa dire che il crescente risparmio tedesco trova più prontamente uno sbocco

nell'investimento estero che in quello interno; che il secondo si muove pigramente in risposta a variazioni del tasso d'interesse e presenta una propria evoluzione largamente esogena rispetto al mercato finanziario.

Digressione sui modelli di « Stock-Adjustment » dei movimenti internazionali di capitali, e modelli di flusso

Un problema che si presenta nella letteratura sui movimenti di capitali è quello di vedere se è preferibile lavorare con modelli di « stock-adjustment » oppure con modelli di flusso (21). In gran parte si tratta di accertare quale dei due tipi di modello sia più facile da usare nell'analisi econometrica. In un modello di « stock-adjustment » gli operatori finanziari aggiustano i loro portafogli in risposta a variazioni del tasso di interesse, dei tassi di cambio, delle aspettative e di altre variabili. In un modello di flusso i risparmi annuali sono indirizzati verso investimenti all'interno e all'estero in risposta a modificazioni delle opportunità d'investimento. I due approcci possono, naturalmente, conciliarsi. In modelli di « stock-adjustment » i risparmi aumentano la ricchezza ponendo di continuo problemi di aggiustamento di portafoglio. Con modelli di flusso una perturbazione che alteri la posizione di equilibrio richiede anch'essa aggiustamenti di portafoglio. Vi sono poche differenze nelle prime semplici conclusioni che possono essere tratte dall'analisi. Un modello di flusso presuppone, in prima approssimazione, un movimento costante di capitali da paesi o da ubicazioni in cui sono abbondanti e a buon mercato verso paesi o ubicazioni ove sono scarsi e cari. Con mercati perfetti, questi flussi renderanno uguali i tassi di rendimento. In modelli di « stock-adjustment », che pongono l'accento sulla gestione di portafoglio, c'è da attendersi movimenti in entrambe le direzioni, poiché la diversificazione dei rischi diventa un fondamentale obiettivo. Ma queste differenze iniziali possono essere riconciliate in un'analisi più approfondita.

Secondo alcuni, i flussi di capitale a lungo termine sembrano essere meglio spiegati da modelli di flusso e quelli a breve termine da modelli di « stock-adjustment ». Se le differenze tra i due tipi

(21) Per una discussione non molto recente, si veda WILLIAM H. BRANSON, *Financial Flows in the U.S. Balance of Payments*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1968. V. anche ZORAN HODJERA, « International Short-term Capital Movements, A Survey of Theory and Empirical Analysis », in *IMF Staff Papers*, XX (1973), pag. 699 e segg.

di analisi finiscono con l'essere nulle, l'aspettativa è che gli investimenti a lungo termine crescono nel lungo periodo, mentre i capitali a breve si muovono rapidamente in entrata e in uscita dai singoli paesi.

In linea di fatto, tuttavia, esiste una notevole differenza nel comportamento odierno delle partite relative ai movimenti di capitale a lungo termine degli Stati Uniti e della Germania. Quanto agli Stati Uniti, investimenti diretti, portafogli privati di titoli esteri, « altre attività » e attività non liquide di privati aumentano di continuo, secondo un modello di flusso, così come aumentano, in generale, le passività a lungo termine degli Stati Uniti nei confronti di non residenti (22). Nella bilancia dei pagamenti tedesca invece le voci relative ai capitali a lungo termine per la maggior parte balzano da più a meno come i capitali a breve termine, perfino negli importi lordi. Gli investimenti diretti verso e dall'estero sono entrambi positivi, sebbene il saldo cambi di segno da un periodo all'altro, con prevalenza prima dei movimenti in entrata, poi di quelli in uscita, e così di seguito, come è possibile vedere esaminando il periodo dal 1965 al 1974 (tab. 2). Altre voci di investimenti privati a lungo termine — investimenti di portafoglio e anticipazioni e prestiti a scadenza lontana — hanno avuto ampi movimenti avanti e indietro, in su e in giù, al pari del capitale a breve termine, come se si trattasse di continui aggiustamenti di portafoglio o di movimenti di capitale a breve (pure indicati nella tab. 2) più che di flussi unidirezionali. Con movimenti di capitali in entrambe le direzioni — sia verso che dalla Germania — si è già lontani dai modelli di flusso che prevedono, per la maggior parte, un movimento in una direzione sola, sia pure a tassi variabili. Nei movimenti di capitale dalla Germania verso l'estero e dall'estero verso la Germania per investimenti di portafoglio e anticipazioni e prestiti si notano ondate avanti e indietro che rivelano aggiustamenti di portafoglio sotto la spinta di repentini cambiamenti nei rendimenti, nelle politiche, nelle aspettative. Il capitale a lungo termine — salvo forse per gli investimenti tedeschi di portafoglio in azioni che sono sempre verso l'estero, eccettuato il 1973 quando si ebbe un afflusso di 119 milioni di marchi — ha forti rapidi movimenti in vario senso come se si trattasse di movimenti speculativi sui tassi di cambio.

(22) Si veda la tavola C-95 dell'*Annual Report of the Council of Economic Advisers*, op. cit., pag. 357.

Il fatto è che le istituzioni tedesche per sostenere un flusso costante di capitale verso l'estero sono rudimentali. Ciò è dovuto in parte al predominio delle banche nel mercato finanziario interno, in parte alla elevata preferenza per la liquidità del pubblico. L'investitore tedesco, presso il quale è sempre vivo il timore dell'inflazione, tende a orientare i suoi risparmi verso l'acquisto di abitazioni e verso depositi presso banche, casse di risparmio e istituzioni analoghe. Il pubblico non investe in obbligazioni estere, né portafogli di titoli del genere sono costantemente costituiti dalle grandi banche, che piuttosto comprano e vendono titoli sul mercato dell'eurovalute, spesso con scadenze superiori all'anno. Le stesse euro-obbligazioni in marchi, in genere, sono comprate e vendute dai risparmiatori fuori della Repubblica Federale.

A loro volta, le imprese tedesche hanno imparato a indebitarsi e a prestare all'estero a lungo termine, ma per importi complessivi che tendono ad essere contenuti, e con movimenti che in gran parte si risolvono in spostamenti delle fonti di finanziamento a media scadenza tra la Germania e il mercato delle eurovalute.

Uno studio di James Ingram (23) relativo all'aggiustamento della bilancia dei pagamenti di Puerto Rico presentò a suo tempo un modello di aggiustamento mediante prestiti a lungo termine. Il modello opera attraverso le riserve secondarie delle banche, costituite da titoli del Governo degli Stati Uniti che aumentano o diminuiscono quasi come se si trattasse di buoni del Tesoro e di saldi presso la Riserva Federale. Puerto Rico è però un caso speciale. Per giungere allo stesso risultato tra la Germania e il resto del mondo con un sistema ben funzionante, ci dovrebbero essere titoli a lungo termine accettabili sul piano internazionale e adatti a entrare nelle riserve secondarie delle banche sia tedesche che estere. Titoli di questo tipo non esistono. Il movimento avanti e indietro di capitali da e verso la Germania è una situazione patologica, non un modo di aggiustamento. Esso deriva dal tentativo delle autorità tedesche di condurre una politica monetaria indipendente quando un sufficiente numero di istituzioni del mercato finanziario tedesco hanno accesso a fonti e a sbocchi di credito all'estero. Come Porter (24) ha posto in risalto, una politica monetaria indipendente è destinata all'insuccesso se un notevole nu-

(23) Si veda, JAMES INGRAM, « State and Regional Payments Mechanism », in *Quarterly Journal of Economics*, LXXIII, 4 (novembre 1959), pagg. 619-632.

(24) MICHAEL G. PORTER, « Capital Flows as an Offset to Monetary Policy: The German Experience », in *IMF Staff Papers*, XIX (1972), pagg. 395-424.

mero di operatori — imprese e individui — di un dato mercato possono indebitarsi e fare prestiti al di fuori di esso.

Gli altri paesi ricchi di capitali — Gran Bretagna, Francia e Stati Uniti — sono diventati fonti di un flusso costante di prestiti esteri grazie a successi ottenuti nell'emissione di titoli esteri. Il successo di Barings nello sconto delle obbligazioni francesi per il pagamento delle indennità alla Gran Bretagna nel 1819 incoraggiò il massiccio ingresso del capitale inglese nei prestiti esteri negli anni successivi. Analogamente, in Francia i notevoli profitti ottenuti col collocamento della rendita Thiers del 1871 e 1872 diedero il via al flusso su larga scala di capitale francese verso prestiti esteri — sfortunatamente in gran parte titoli zaristi — che durò fino al 1913. Il capitale statunitense si mosse sporadicamente verso l'estero agli inizi degli anni «venti» fino a che il prestito Dawes del giugno 1924, sottoscritto undici volte l'importo richiesto e fonte di notevoli guadagni, lo stimolò a un intervento in forze nel mercato dei prestiti esteri.

Nessun analogo evento o serie di eventi hanno promosso l'ingresso di investitori tedeschi nei prestiti esteri, se si escludono aspettative di rivalutazione del marco che sembra abbiano avuto effetti simili sugli investimenti diretti tedeschi (tab. 2/A).

L'elevata preferenza per la liquidità dei risparmiatori tedeschi e il predominio delle banche nel mercato dei capitali rendono, nel migliore dei casi, molto dubbia la possibilità che possa verificarsi un deflusso costante di capitale a lungo termine che controbilanci il surplus di parte corrente. Nel nostro caso, peraltro, il carattere erratico dei capitali tedeschi a lungo termine è il risultato di politiche economiche intese a contrastare l'inflazione piuttosto che a stabilizzare la bilancia dei pagamenti e i frequenti cambiamenti nelle aspettative relative al tasso di cambio.

Politica economica

Nel lavoro del 1964 avevo espresso l'opinione che il persistente surplus di parte corrente della bilancia dei pagamenti tedesca fosse più il risultato della natura delle cose che d'una deliberata politica. Di fatto, quando furono prese misure miranti a ridurre il surplus, come la riduzione unilaterale dei dazi doganali nel 1956 e la rivalutazione del marco nel 1961, il risultato fu nel complesso negativo, poiché la deflazione interna o l'inflazione negli altri paesi — in

ogni caso una «relativa» deflazione — agì nel senso di cancellare quel parziale equilibrio dovuto ai provvedimenti adottati ai fini della bilancia dei pagamenti. Le rivalutazioni del marco del 1969, del 1971, del 1973 (fino alla fluttuazione generalizzata) possono essere considerate quali ulteriori prove dell'impotenza di provvedimenti *ad hoc* a modificare lo squilibrio della bilancia dei pagamenti. Invero, se il surplus di parte corrente è un prodotto delle variabili strutturali e macroeconomiche che dominano l'economia, l'obiettivo dei provvedimenti avrebbe dovuto essere quello di consentire alle partite di conto capitale di adeguarsi alle partite correnti piuttosto che attaccare le partite correnti direttamente senza modificare le forze fondamentali che le governano.

D'altra parte, la politica della *Bundesbank* è stata sempre una politica di lotta all'inflazione, specialmente all'inflazione importata. Un tasso di inflazione estero superiore a quello interno (o, in astratto, un tasso di deflazione interno maggiore di quello estero) produrrà sempre un surplus di parte corrente per il sistema economico considerato. Il conseguimento dell'equilibrio esige il finanziamento di tale surplus, cioè la creazione di un assetto istituzionale idoneo ad assicurare un deflusso di capitale a lungo termine. Ciò implica il diffondersi tra i risparmiatori tedeschi di un «gusto» per i titoli a scadenza lontana e la rottura del monopolio delle banche nella gestione dei risparmi delle famiglie. Invece di intervenire in tale direzione, le autorità hanno di fatto garantito il monopolio delle banche, rifiutando a società quali la Merrill Lynch, Pierce, Fenner e Smith l'apertura di sportelli in Germania per vendere titoli direttamente al pubblico e sottoscrivere nuove emissioni nazionali ed estere. Un certo ammontare di capitale pubblico, è vero, è stato investito all'estero dal *Kreditanstalt fuer Wiederaufbau* (istituto per il finanziamento della ricostruzione, oggi operante per gli aiuti all'estero), ma per importi di gran lunga inferiori alle esigenze della bilancia dei pagamenti.

La *Bundesbank* ha anche effettuato sofisticate operazioni di «swap» contro valuta estera con garanzia del cambio — almeno in tre occasioni, nell'agosto del 1960, nel marzo del 1964 e nel settembre del 1968 (25) — al fine immediato di incoraggiare le banche a trasferire fondi all'estero, ma con l'obiettivo ultimo di contribuire in tal modo a realizzare una stretta sul mercato monetario interno.

(25) Si veda, YEAGER, *op. cit.*, pagg. 497, 504, 507.

Ma ogni volta la stretta monetaria finì per attirare altri fondi dall'estero, poiché i non residenti furono invogliati ad acquistare marchi tedeschi, le imprese ad assumere prestiti all'estero per saldare più costosi debiti all'interno, e via dicendo. L'errore di fondo fu quello di ritenere che fosse possibile isolare il mercato finanziario tedesco dal resto del mondo, quando esso era completamente integrato con il mercato delle eurovalute, il quale era a sua volta integrato con il mercato monetario di New York. Incoraggiata da un analogo equivoco che aveva indotto il *Federal Reserve System* a ritenere possibile per gli Stati Uniti una politica monetaria autonoma, la *Bundesbank* cercò di condurre una politica diretta ad evitare l'inflazione importata, e riuscì soprattutto ad attirare capitali a breve e a lungo termine che misure superficiali, tipo « swaps », non potevano contrastare. D'altra parte, a lungo andare, nessuna delle misure di controllo dei cambi dirette ad impedire il deflusso di capitali dagli Stati Uniti e l'afflusso di capitali in Germania si è dimostrata efficace. Riserve speciali sui depositi esteri, il *Bardepot* sui prestiti assunti all'estero, restrizioni per l'acquisto di titoli da parte di non residenti restarono senza esito in Germania, come negli Stati Uniti giovarono poco le inverse misure dell'« Interest Equalization Tax », del « Voluntary Credit Restraint Program », del « Gore Amendment », del « Mandatory Control Program ». Alla fine l'obiettivo di una politica monetaria autonoma si è cercato di realizzarlo con la fluttuazione dei cambi; ma anche questo metodo si è dimostrato inefficace.

Due altre possibilità d'intervento possono, in astratto, meritare qualche cenno. In primo luogo, nel giugno del 1971 le Banche centrali convennero che l'acquisto da parte loro di eurodollari o di dollari per poi ridepositarli nel mercato dell'eurodollaro era un elemento di perturbazione, poiché consentiva alle banche dell'eurodollaro di moltiplicare le passività sulla base di una riserva frazionale. In tal modo le Banche centrali presero in certo modo posizione nella nota disputa sulla misura in cui il mercato dell'eurodollaro possa creare moneta, aderendo sostanzialmente alla tesi dell'espansione multipla dei prestiti (26) e quindi impegnandosi a seguire un orientamento che non favorisse la dilatazione della base « moltiplicanda ».

(26) Secondo questa tesi, come è noto, il meccanismo bancario dell'euromercato sarebbe analogo a quello tipico di un mercato monetario nazionale, nel quale il rideposito del ricavo di prestiti fornisce la base per ulteriori prestiti. La tesi avversa assimila invece l'euromercato al sistema delle « savings and loans associations » americane, che ha una capacità di espansione multipla molto più bassa, poiché solo una piccola quota dei prestiti erogati è ridepositata nel sistema stesso.

La seconda possibilità — che non ho visto discutere — sarebbe stata l'adozione di un Fondo di Stabilizzazione Cambi, di un « Exchange Equalization Account » (EEA) come quello istituito dagli inglesi nel 1932 per cercare di sterilizzare gli afflussi di capitale. La *Bundesbank* usava reagire ad afflussi di capitali aumentando la riserva obbligatoria delle banche. Essa era sprovvista di un portafoglio di titoli federali sufficiente a consentirle ingenti operazioni di mercato aperto nella direzione desiderata, operazioni che richiedevano vendite di cambiali, buoni, obbligazioni per rastrellare liquidità bancaria. (I « swaps » già ricordati erano un'alternativa a operazioni di mercato aperto, con l'aggiunta attrattiva che assorbivano temporaneamente dollari delle riserve della *Bundesbank*.) L'aumento della riserva obbligatoria è uno strumento d'azione a largo raggio: colpisce tutte le banche, e non solo quelle che accentrano le operazioni internazionali. Operazioni di mercato aperto, « swaps », e/o operazioni tipo EEA avrebbero toccato in primo luogo le banche del mercato monetario e solo indirettamente quelle alla sua « periferia », prevalentemente impegnate in rapporti con operatori non bancari.

Un EEA avrebbe comportato che fosse conferito alla *Bundesbank* o ad un'altra istituzione il potere di emettere titoli federali — cambiali, buoni, obbligazioni secondo le richieste del mercato — in modo da impedire che l'afflusso di capitali facesse aumentare le attività sulla *Bundesbank* e così contenere l'offerta di moneta ad alto potenziale. Un EEA avrebbe bisogno di fonti di reddito, poiché dovrebbe addossarsi la differenza tra il tasso d'interesse interno corrisposto ai compratori dei nuovi titoli emessi e il tasso di rendimento sulle valute estere in suo possesso; correrebbe inoltre rischi di cambio. Questi costi sarebbero sostenuti in vista del beneficio di isolare il mercato monetario interno da quello internazionale — ammesso che ciò sia possibile (27).

Ma sarebbe possibile? Oggi, a mio avviso, un fondo di stabilizzazione dei cambi non avrebbe ottenuto il risultato desiderato per la stessa ragione per cui i « swaps » e la decisione del giugno 1971 di sottrarre fondi al mercato dell'eurodollaro furono inadeguati: l'integrazione internazionale dei mercati monetari e finanziari. Negli

(27) L'EEA inglese nel periodo 1932-39 mantenne la maggior parte delle sue attività sotto forma di lingotti d'oro; sostenne così notevoli oneri, poiché cambiava buoni inglesi contro oro con operatori francesi e viceversa quando questi ritiravano i loro fondi. In questo dopoguerra non è apparso nessun esame dell'attività dell'EEA. Per una delle prime analisi, si veda N. F. HALL, *The Exchange Equalization Account*, MacMillan & Co., London, 1937.

anni « trenta », quando gli inglesi istituirono l'EEA, i mercati dei capitali francese e inglese non erano integrati. Il capitale francese cercava in Londra un luogo sicuro contro l'inflazione, l'imposizione fiscale e la svalutazione del cambio, e non era guidato da differenze di tassi di interesse. Negli anni « sessanta » e « settanta » queste differenze contano molto di più. L'emissione di nuove obbligazioni in Germania contro dollari venduti alle autorità e tenuti a New York o sul mercato dell'eurodollaro avrebbe lasciato i tassi di interesse immutati e inalterato lo stimolo per nuovi afflussi di capitali. Come i « swaps » e le operazioni di mercato aperto, l'EEA avrebbe potuto essere uno strumento più raffinato di politica monetaria rispetto ad aumenti delle riserve obbligatorie; ma al pari di essi non sarebbe riuscito a separare mercati collegati da ampi flussi di capitali.

In conclusione, l'errore commesso dalle autorità tedesche è stato quello di aver voluto tentare di separare mercati finanziari che non potevano essere separati e di condurre una politica monetaria indipendente in presenza di fattori che la rendevano impossibile. Era impossibile non importare inflazione fin quando i mercati finanziari sono integrati, e si è dimostrato impossibile separarli perfino con il ricorso a tassi di cambio flessibili. (Questo risultato peraltro si è verificato contro ogni aspettativa.) Le « sagaci sintonizzazioni » (il « fine tuning ») della politica monetaria e la serie di espedienti adottati per la bilancia dei pagamenti sono stati vani. La sola politica congrua sarebbe stata quella di cercare di giungere a un coordinamento delle rispettive politiche monetarie con gli Stati Uniti — ma questa strada sarebbe stata forse impraticabile — e di cercare di creare un assetto istituzionale in grado di incanalare una maggiore quota del capitale privato in prestiti esteri. Senonché quest'ultimo obiettivo avrebbe richiesto di affrontare il potere monopolistico delle banche e anch'esso probabilmente era fuori dell'ambito delle soluzioni possibili.

Così, io continuo a credere nel persistente squilibrio di bilance dei pagamenti, sebbene, quando lo squilibrio è positivo, esiti ora a chiamarlo « scarsità mondiale » della moneta del paese in surplus.

CHARLES P. KINDLEBERGER

TABELLA I
BILANCIA DEI PAGAMENTI DELLA REPUBBLICA FEDERALE TEDESCA
(miliardi di DM)

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962
Partite correnti:													
Esportazioni	8,4	14,6	16,9	18,5	21,9	25,6	30,7	35,8	36,8	41,0	47,8	50,9	58,3
Importazioni	-10,7	-13,1	-14,7	-14,8	-18,0	-22,3	-25,1	-28,5	-29,4	-33,1	-39,6	-41,2	-48,9
Transazioni nette:													
Merci	-2,3	+1,5	+2,2	+3,7	+3,9	+3,2	+5,7	+7,4	+7,5	+7,8	+8,6	+9,8	+6,4
Servizi	-0,2	-0,7	+0,2	+0,5	+0,1	-0,3	-0,1	+0,3	+0,4	-0,4	-0,6	-2,6	-3,5
Trasferimenti netti	+2,1	+1,5	+0,2	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	-1,9	-1,9	-3,2	-3,4	-4,4	-5,1
Saldo partite correnti	-0,4	+2,3	+2,5	+3,8	+3,6	+2,1	+4,4	+5,8	+6,0	+4,1	+4,6	+2,8	-2,2
Movimenti di capitale:													
Investimenti tedeschi all'estero	-0,1	+0,1	-1,7	(*)	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	-1,7	-4,9	-2,4	-3,0	-2,5
Investimenti esteri nella Germania Occidentale	+0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1	(*)	+0,4	+0,1	-0,6	+2,1	-1,3	+2,3
Capitali netti a lungo termine	+0,5	-0,1	-1,8	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-1,6	-5,4	-0,2	-4,3	-0,1
Capitali netti a breve termine	-0,3	+0,2	+1,8	+0,4	+0,1	-0,1	+0,6	-1,8	-0,8	-0,8	+2,0	-0,9	+0,9
Saldo movimenti di capitale	+0,2	+0,1	(*)	+0,1	-0,4	-0,5	+0,1	-2,4	-2,4	-6,2	+1,7	-5,1	+0,7
Privati	(-0,3)	(+0,2)	(+0,5)	(+0,3)	(*)	(*)	(+1,0)	(+0,2)	(-1,3)	(-2,3)	(+3,9)	(+1,2)	(+1,3)
Ufficiali	(+0,5)	(-0,1)	(-0,5)	(-0,3)	(-0,4)	(-0,5)	(-1,0)	(-2,7)	(-1,1)	(-3,9)	(-2,2)	(-6,3)	(-0,6)
Movimento netto di oro e valute	+0,6	-2,0	-2,8	-3,6	-2,8	-1,9	-5,0	-5,1	-3,2	+2,2	-8,0	+1,9	+0,6
Errori e omissioni	-0,4	-0,4	+0,3	-0,2	-0,4	+0,2	+0,6	+1,8	-4,0	-1,0	+1,7	+0,4	+0,9

(*) Inferiore ai 50 milioni di DM.

Fonte: Monthly Report of the Deutsche Bundesbank.

BILANCIA DEI PAGAMENTI DELLA REPUBBLICA FEDERALE TEDESCA
(miliardi di DM)

(segue TABELLA 1)

	1974	1973	1972	1971	1970	1969	1968	1967	1966	1965	1964	1963
Partite correnti:												
Esportazioni	230,6	178,4	149,0	136,0	125,3	113,6	100,0	87,0	80,6	71,7	64,9	58,3
Importazioni	179,7	145,4	126,7	120,1	109,6	98,0	81,2	70,2	72,7	70,4	58,8	48,9
Transazioni nette:												
Merci	+50,0	+32,7	+19,7	+16,2	+15,3	+15,3	+17,9	+16,7	+7,5	+0,8	+5,4	+9,4
Servizi	-8,4	-5,3	-3,2	-1,6	-1,6	-1,4	+0,8	+1,2	-0,2	-0,7	-0,8	-3,6
Trasferimenti netti	-16,7	-15,8	-14,6	-11,5	-9,8	-8,8	-7,3	-6,4	-6,3	-6,4	-5,3	-5,0
Saldo partite correnti	+24,9	+11,5	+2,5	+3,1	+3,2	+7,5	+11,9	+10,0	+0,5	-6,2	+0,5	+0,9
Movimenti di capitale:												
Investimenti tedeschi all'estero	-9,4	-0,7	+0,3	-4,0	-8,6	-22,7	-12,1	-3,7	-2,8	-2,2	-2,1	-2,2
Investimenti esteri nella Germania Occidentale	+4,0	+15,4	+16,7	+12,5	+10,1	+1,5	+2,4	+2,2	+5,0	+4,6	+2,4	+4,2
Capitali netti a lungo termine	+6,3	+12,2	+15,5	+6,3	+0,9	-23,0	-11,2	-2,9	-0,3	+1,1	+0,9	+2,0
Capitali netti a breve termine	+19,1	+0,3	-3,5	+4,2	+16,0	+4,4	+5,1	-8,9	+0,3	+1,0	-0,4	+0,3
Saldo movimenti di capitale	-25,3	+12,7	+12,0	+10,6	+15,6	-18,7	-6,1	-11,8	-0,6	+2,1	-1,3	+2,2
Privati												
Ufficiali												
Movimento netto di oro e valore												
Errori e omissioni	-1,4	+2,2	+1,2	+2,7	+3,6	+0,9	+1,3	+1,7	+2,1	+2,8	+1,2	+0,5

(*) Inferiore ai 50 milioni di DM.

Fonte: Monthly Report of the Deutsche Bundesbank.

TABELLA 2/A

INVESTIMENTI INTERNAZIONALI PRIVATI DI CAPITALI TEDESCHI
Investimenti diretti (miliardi di DM)

Anno	Totale netto	Investimenti tedeschi all'estero (incremento: -)				Investimenti esteri in Germania Occ. (incremento: +)			
		Totale	Azioni	Altri invest. in conto capitale	Anticipazioni e prestiti	Totale	Azioni	Altri invest. in conto capitale	Anticipazioni e prestiti
1965	+2,4	-1,2	-0,6	-0,7	-	+3,7	+0,8	+2,1	+0,7
1966	+2,6	-1,4	-0,6	-0,7	-0,1	+4,1	+1,1	+1,9	+1,0
1967	+2,0	-1,3	-0,5	-0,7	-0,1	+3,4	+0,5	+2,1	+0,7
1968	+0,2	-2,0	-1,3	-0,6	-0,1	+2,2	+0,7	+1,5	-0,1
1969	-0,7	-2,8	-1,6	-1,1	-	+2,1	+0,4	+1,9	+0,5
1970	-1,0	-3,2	-1,7	-1,3	-0,2	+2,2	-0,3	+1,9	+0,5
1971	+0,2	-3,7	-1,6	-1,6	-0,5	+3,9	+0,7	+1,7	+1,5
1972	+1,2	-5,0	-2,6	-1,8	-0,6	+6,2	+1,5	+4,2	+0,5
1973	+0,9	-4,4	-2,1	-2,2	-0,1	+5,3	+1,0	+4,9	-0,5
1974	+1,7	-4,9	-2,3	-2,3	-0,3	+6,6	+1,7	+4,8	-

TABELLA 2/B

Investimenti privati di portafoglio (miliardi di DM)

Anno	Totale netto	Investimenti tedeschi in titoli esteri (incremento: -)				Investimenti esteri in titoli tedeschi (incremento: +)				
		Totale netto	Azioni	Quote fondi comuni d'invest.	Titoli a reddito fisso	Totale netto	Azioni e quote fondi comuni d'invest.	Titoli a reddito fisso		
								Totale netto	Titoli di Stato e di enti locali	Altri
1965	-0,4	-0,5	-	-0,1	-0,4	+0,1	-	+0,1	+0,1	-
1966	-1,2	-0,8	-0,1	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	+0,1
1967	-2,0	-1,4	-0,6	-0,3	-0,5	-0,6	+0,2	-0,8	-0,5	-0,3
1968	-5,6	-5,6	-0,6	-0,9	-4,1	-	+0,2	-0,2	-0,1	-0,1
1969	-10,7	-9,5	-2,0	-2,1	-5,4	-1,2	-0,3	-1,0	-0,6	-0,4
1970	-0,7	-2,0	-1,0	-	-1,0	+1,3	+0,5	+0,8	+0,1	+0,7
1971	+2,5	+0,5	-0,9	+0,3	+1,2	+2,0	+0,4	+1,6	+0,7	+0,9
1972	+14,7	+4,0	-0,6	+0,3	+4,3	+10,7	+3,0	+7,7	+2,4	+5,4
1973	+6,9	+0,4	+0,1	-	+0,2	+6,0	-0,2	+6,2	+1,1	+5,1
1974	-4,1	-1,1	-0,4	-	-0,7	-3,0	-	-3,0	-0,6	-2,5

TABELLA 2/c

Anticipazioni private a lungo termine e prestiti (*) (miliardi di DM)

Anno	Totale netto	Prestiti tedeschi a stranieri (incremento: --)			Prestiti esteri a residenti (incremento: +)		
		Totale	Banche	Imprese e individui	Totale	Banche	Imprese e individui
1965	+0,7	-0,3	-0,2	-0,1	+1,0	+0,8	+0,2
1966	+1,0	-0,4	-0,4	—	+1,4	+0,7	+0,7
1967	-1,1	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	+0,1
1968	-4,1	-4,4	-3,9	-0,5	+0,3	+0,6	-0,3
1969	-9,3	-10,0	-9,4	-0,6	+0,7	+0,3	+0,4
1970	+3,7	-3,0	-2,4	-0,6	+6,7	+3,0	+3,8
1971	+6,3	-0,3	+0,2	-0,5	+6,7	+2,6	+4,1
1972	+2,1	+2,1	+2,1	—	—	-0,2	+0,1
1973	+8,0	+4,1	+3,7	+0,4	+3,9	+0,6	+3,3
1974	-2,4	-2,8	-2,6	-0,2	+0,4	+1,3	-0,9

(*) Esclusi investimenti diretti.

TABELLA 2/d

Movimenti di capitale a breve termine (esportazioni di capitale: —) (miliardi di DM)

Anno	Totale netto	Privati							Ufficiali
		Totale	Banche			Imprese e individui			
			Totale	Attività	Passività	Totale	Attività	Passività	
1965	+1,0	—	-0,5	-0,6	+0,1	+0,4	-2,2	+2,7	+1,1
1966	-0,3	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	—	-1,8	+1,8	+0,3
1967	-8,9	-8,6	-4,8	-6,0	+1,2	-3,7	-3,6	-0,2	-0,4
1968	+5,1	+3,9	+2,5	-3,5	+6,0	+1,4	-0,7	+2,1	+1,2
1969	+4,4	+4,4	+4,3	-2,4	+7,0	+0,1	-3,0	+3,1	—
1970	+16,0	+16,3	+7,9	+0,4	+7,8	+8,4	-1,8	+10,2	-0,3
1971	-4,3	+3,2	+1,2	+0,1	+1,1	+2,0	—	+2,0	+1,1
1972	-3,5	-4,0	-0,4	-1,6	+1,2	-3,6	-0,9	-2,6	+0,5
1973	+0,3	—	-5,1	-7,9	+2,8	+5,2	-3,0	+8,2	+0,3
1974	-19,1	-19,0	-9,7	-1,2	+2,3	-9,3	-20,2	+10,9	—

C. P. K.