

3 LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

In questo capitolo descriviamo in modo approfondito la struttura della bilancia dei pagamenti di un paese. La bilancia dei pagamenti è un documento contabile che registra gli scambi reali e finanziari di un paese con l'estero. Come vedremo, questo documento coincide formalmente con il vincolo di bilancio del settore estero: spiega cioè come quest'ultimo finanzia il proprio deficit (la differenza fra quanto spende e quanto incassa *nei suoi scambi con i settori interni del paese di riferimento*). In altre parole, stiamo traducendo a livello macroeconomico la terza colonna della tabella 1.3, cioè il vincolo di bilancio di Chang (considerato come "settore estero" dell'economia di baratto rappresentata nel primo capitolo).

Abbiamo dedicato uno spazio relativamente ampio alla rappresentazione della bilancia dei pagamenti per tre motivi:

- 1) perché in tutti i modelli che presenteremo il vincolo di bilancio del settore estero gioca per ovvi motivi un ruolo fondamentale;
- 2) perché alcune convenzioni contabili in essa adottate, anche se perfettamente coerenti con lo schema semplificato della tabella 1.3, risultano difficili da assimilare per gli studenti non familiari coi principi della partita doppia;
- 3) perché l'ordinamento dei corsi di classe 35 non sempre consente di dedicare spazio all'insegnamento dell'economia internazionale ed è quindi facile che gli studenti arrivino alla macroeconomia dello sviluppo appesantiti da un certo carico di quelli che oggi si chiamano, in modo politicamente corretto, "debiti formativi".

3.1 Classificazioni e convenzioni contabili

3.1.1 Operatori, transazioni e loro classificazione

La bilancia dei pagamenti registra le transazioni economiche fra gli operatori residenti nel paese di riferimento (quello che

compila la bilancia, definito in inglese *reporting country*) e quelli non residenti. I concetti chiave sono quelli di *transazione e residente*.

Ai fini della bilancia dei pagamenti si considerano *residenti* le persone il cui centro di interesse economico si situa nel paese di riferimento; gli altri soggetti economici sono considerati *non residenti*. In larga parte il concetto di residenza si identifica con quello di nazionalità: ad esempio, un'ampia maggioranza di cittadini italiani ha in Italia il fulcro della propria attività economica. Ci sono però casi particolari in cui i due concetti non coincidono. Un caso rilevante per molti paesi in via di sviluppo è dato dai lavoratori migranti, che sono considerati residenti nel paese nel quale lavorano, non in quello di origine. Viceversa studenti, turisti e agenti di commercio sono considerati residenti nel paese di origine, e non in quello di accoglienza, purché la loro permanenza all'estero sia inferiore all'anno. Le amministrazioni pubbliche e le organizzazioni non profit sono residenti nei rispettivi paesi, mentre le filiali estere di aziende sono considerate generalmente residenti nel paese di accoglienza.

Si intende per *transazione* il trasferimento di un bene reale o finanziario da un agente economico a un altro, con o senza corrispettivo. Le transazioni vengono classificate secondo il tipo di bene scambiato (beni reali, come merci e servizi, o strumenti finanziari, come moneta, titoli di stato, crediti,...) e dell'esistenza o meno di un corrispettivo (reale o finanziario). La bilancia dei pagamenti è divisa in sezioni a seconda della natura delle transazioni registrate. Per evitare confusioni, è importante ricordare che a partire dalla quinta edizione del manuale della bilancia dei pagamenti (IMF, 1993) i criteri di imputazione delle varie tipologie di transazione alle diverse sezioni della bilancia dei pagamenti sono cambiati.

In precedenza la bilancia comprendeva due sezioni principali: le partite correnti (*current account*) e i movimenti di capitale (*capital account*): le partite correnti registravano tutte le transazioni reali, cioè aventi per oggetto merci o servizi, e tutte le transazioni finanziarie senza corrispettivo, ovvero le transazioni di tipo (a), (b), (c) ed (e) dello schema 3.1, mentre

Tavola 3.1. – La classificazione delle transazioni economiche per tipologia di bene scambiato (colonne) e per tipologia di corrispettivo (righe).

		Tipologia di bene scambiato	
		reale	finanziario
Tipologia di corrispettivo	finanziario	(a) trasferimento di merci o servizi in cambio di un corri- spettivo finanziario (es.: import/export)	(d) trasferimento di uno strumento fi- nanziario con un corrispettivo finan- ziario (es.: acquisto di un titolo estero)
	reale	(b) trasferimento di un merci o servizi in cambio di un altro bene o servizio (ba- ratto)	
	assente	(c) trasferimento unila- terale di un merci o servizi (es: dona- zione in natura)	(e) trasferimento unila- terale di uno stru- mento finanziario (es.: donazione in denaro, aiuto inter- nazionale)

il conto capitale registrava tutte le transazioni finanziarie con corrispettivo, cioè quelle di tipo (d).

La classificazione più recente, viceversa, *prevede tre sezioni*: partite correnti, conto capitale e conto finanziario (*financial account*). Le partite correnti ora registrano le transazioni reali, cioè le transazioni di tipo (a), (b) e (c), e una parte dei trasferimenti finanziari unilaterali (e), quelli *correnti*, cioè quelli che non riguardano direttamente o indirettamente la proprietà di beni capitali (rientrano fra questi trasferimenti le rimesse degli emigrati).

Il conto capitale registra le altre transazioni di tipo (e), cioè i trasferimenti finanziari unilaterali *in conto capitale*, e una parte relativamente ridotta delle transazioni elencate al punto (d), cioè la cessione o acquisizione verso corrispettivo

delle *attività intangibili* (licenze, brevetti, diritti d'autore), che costituiscono il cosiddetto *capitale immateriale*¹.

Tutte le altre transazioni finanziarie non unilaterali, che costituiscono *magna pars* di quello che veniva definito il conto capitale, vengono oggi registrate nel *conto finanziario*.

In definitiva quindi il “nuovo” conto finanziario corrisponde di fatto al “vecchio” conto capitale, mentre il “nuovo” conto capitale accorpa due sezioni relativamente minori delle “vecchie” partite correnti (alcuni trasferimenti finanziari unilaterali e alcuni servizi alle imprese), o, in altri termini, le “vecchie” partite correnti corrispondono alla somma delle “nuove” partite correnti e del “nuovo” conto capitale.

I testi di economia internazionale, anche quelli scritti *dopo* la revisione del manuale effettuata nel 1993, generalmente *non* hanno recepito questa innovazione terminologica, e quindi usano il termine *capital account* nella vecchia accezione. Le fonti statistiche, invece, si sono adeguate, sia pure con ritardo. In altre parole, il *capital account* della teoria economica e quello delle statistiche pubblicate sono due cose ben diverse: le statistiche chiamano già *financial account* quello che i testi per lo più chiamano ancora *capital account*.

3.1.2 Convenzioni contabili

Prima di esaminare in dettaglio il contenuto delle varie sezioni della bilancia dei pagamenti, richiamiamo alcune convenzioni contabili adottate nella sua compilazione. La bilancia dei pagamenti si basa sul *principio della partita doppia*, per cui ogni transazione origina due registrazioni di segno opposto: per una registrazione a credito se ne dovrà avere una di corrispondente importo a debito, e viceversa. Ad esempio, nel caso di transazioni con corrispettivo viene registrato sia il trasferimento del bene (ad es., l'importazione) che quello del corrispettivo (ad es., il bonifico bancario). Di conseguenza il saldo contabile della bilancia dei pagamenti

¹ In precedenza il trasferimento di brevetti, marchi e licenze e il pagamento di *royalty* veniva considerato un servizio alle imprese e quindi rientrava nelle partite correnti.

(ottenuto sottraendo al totale delle voci a credito quello delle voci a debito) è sempre in pareggio. Il pareggio contabile, tuttavia, non implica, come vedremo, che la bilancia dei pagamenti sia sempre in pareggio anche in senso economico.

Nella bilancia *si registrano a credito (cioè con segno positivo) le transazioni che danno origine a un pagamento da parte del resto del mondo (cioè a un'offerta di valuta estera), e a debito (segno negativo) quelle che danno luogo a un pagamento al resto del mondo (cioè a una domanda di valuta estera).*

Le transazioni accreditate comprendono le esportazioni di merci, servizi e redditi, i doni (in natura o in denaro) da parte di non residenti (come le rimesse degli emigrati), e le transazioni finanziarie che si traducono in un aumento dell'indebitamento netto del paese (cioè in un aumento delle passività o in una diminuzione delle attività finanziarie sull'estero del paese stesso).

Viceversa si addebitano le importazioni di merci, servizi e redditi, i doni (in natura o in denaro) da parte di residenti, e le transazioni finanziarie che si traducono in una diminuzione dell'indebitamento netto del paese (cioè in una diminuzione delle passività o in un aumento delle attività finanziarie sull'estero del paese stesso).

Per chiarire come mai l'indebitamento verso l'estero vada in effetti registrato a credito (cioè con segno più) può essere utile un esempio. Si consideri il caso di un'impresa italiana che per finanziarsi vende a un non residente una propria obbligazione. In questo caso esce dall'Italia un titolo di credito (l'obbligazione emessa dall'impresa residente) e entrano dei capitali (del non residente). *L'afflusso di capitali* si traduce in un pagamento dall'estero e pertanto viene registrato a credito. Al contempo, l'obbligazione va rimborsata, e quindi è un'attività (è un credito, è ricchezza) per il non residente, mentre è una passività (è un debito) per l'impresa che la emessa e che dovrà rimborsarla. Ne consegue che le passività verso l'estero dell'Italia (il debito estero – netto – dell'Italia) sono aumentate, e di converso che sono aumentate le attività sull'estero (cioè sull'Italia) del paese nel quale risiede l'acquirente del titolo. Si ha quindi

vendita di un titolo a un non residente

- ⇒ afflusso di capitali
- ⇒ aumento dell'indebitamento netto del paese
- ⇒ *accreditamento* del conto finanziario

La cessione di un titolo a un residente (o, più in generale, l'accensione di un prestito presso un non residente) non è l'unico caso di transazione finanziaria che origina un afflusso di capitali.

Un altro caso si ha quando un operatore non residente *rimborso un prestito* avuto da un residente: ad esempio, quando un italiano si vede rimborsare un titolo obbligazionario emesso da un operatore non residente. In questo caso l'indebitamento netto dell'Italia aumenta non perché aumentino le sue passività sull'estero, ma perché diminuiscono le sue attività (il rimborso estingue il titolo, che quindi non costituisce più ricchezza per l'operatore residente). Abbiamo quindi

rimborso di un titolo estero

- ⇒ afflusso di capitali
- ⇒ aumento dell'indebitamento netto del paese
- ⇒ *accreditamento* del conto finanziario

Di converso, ogni *deflusso di capitali* si traduce in una *riduzione dell'indebitamento netto* che si associa a pagamenti effettuati verso l'estero per acquisto di attività finanziarie, e quindi viene registrato a debito nella bilancia dei pagamenti.

In sintesi possiamo dire che si registrano a credito le esportazioni di merci e le importazioni (afflussi) di capitali (che determinano un aumento dell'indebitamento netto), mentre si registrano a debito le importazioni dei merci e le esportazioni (deflussi) di capitali (che determinano una riduzione dell'indebitamento netto)

Applicazione 3.1 – La bilancia dei pagamenti di Smith

Come nel capitolo precedente, così anche in questo riprendiamo l'esempio dei naufraghi traducendolo nel linguaggio tecnico della macroeconomia.

La terza colonna della tabella 1.3 è la bilancia dei pagamenti di Smith e Donald, considerati congiuntamente (in quanto amici) come i due settori "residenti" del paese di riferimento.

Dato che né Smith né Chang svolgono attività di investimento e non si scambiano attività immateriali, la bilancia dei pagamenti non ha un conto capitale.

In essa viene registrata l'unica transazione "internazionale" che si svolge nel periodo, cioè l'acquisto (importazione) a credito di due noci di cocco da parte di Smith.

Questa transazione origina due registrazioni:

- 1) una riferita alla merce scambiata, riportata a debito (in quanto importazione) nelle partite correnti per l'ammontare di -2 (prima riga della terza colonna)
- 2) una riferita al corrispettivo, che è l'accensione di un credito da parte di Chang verso Donald. Il credito concesso da Chang corrisponde evidentemente a un debito assunto da Donald, cioè a un aumento di passività di un settore residente (Donald). In quanto tale viene riportato col segno più nel conto finanziario per un ammontare di 2 (terza riga della terza colonna).

Si noti che la somma delle due registrazioni è zero, ovvero la bilancia è in pareggio contabile.

3.1.3 Alcuni esempi

È importante ricordare che ogni operazione fra un operatore residente e un non residente origina due registrazioni di pari importo e segno opposto in bilancia dei pagamenti. Il motivo è semplicemente che la bilancia dei pagamenti essendo un vincolo di bilancio registra sia gli scambi effettuati, sia il modo in cui essi vengono finanziati. Chiariamo questo concetto con alcuni esempi riferiti a transazioni di varia natura.

Primo caso: acquisto di un bene da un non residente (importazione) con pagamento mediante bonifico bancario effettuato da un conto in valuta dell'importatore.

In questo caso l'importo della transazione viene riportato a debito nel conto "importazioni di merci" e a credito nel conto finanziario (il bonifico determina una riduzione delle attività in valuta dell'importatore e quindi un aumento dell'indebitamento netto del paese, registrato a credito). Nel caso di vendita di un bene a un residente (esportazione) la registrazione avviene in modo opposto.

Secondo caso: invio da parte di un lavoratore extracomunitario di rimesse verso il paese di origine attraverso una banca, con accredito su un conto in valuta estera nel paese di provenienza del lavoratore.

In questo caso abbiamo a che fare con una transazione finanziaria unilaterale. Il trasferimento viene realizzato dalla banca che acquista valuta estera per trasferirla al paese di provenienza del lavoratore, determinando così una riduzione delle attività sull'estero che viene registrata a credito nel conto finanziario. La registrazione in contropartita avviene a debito nella sezione "trasferimenti unilaterali privati" del conto corrente.

Terzo caso: acquisto di un titolo estero da parte di un residente attraverso la propria banca.

In questo caso abbiamo a che fare con una transazione finanziaria con corrispettivo. Entrambe le registrazioni avvengono nel conto finanziario. L'acquisto del titolo è un aumento di attività sull'estero, quindi implica un deflusso di valuta e viene registrato a debito. Possiamo supporre che il relativo pagamento venga effettuato dalla banca dell'operatore residente mediante cessione di valuta estera. Ciò determina una riduzione delle attività in valuta della banca residente che, in virtù delle convenzioni precedentemente enunciate, viene registrata a credito.

3.2 Sezioni e saldi della bilancia dei pagamenti

3.2.1 Rappresentazioni contabili

Esaminiamo ora in dettaglio la struttura del documento, specificando il contenuto delle tre sezioni principali: le parti-

Tabella 3.2 – Le sezioni della bilancia dei pagamenti.

- A) Partite correnti
 - a. Bilancia commerciale
 - i. Esportazioni e importazioni di merci
 - b. Bilancia dei servizi
 - i. Esportazioni e importazioni di servizi
 - c. Redditi netti dall'estero
 - i. Redditi da lavoro
 - ii. Redditi da capitale
 - d. Trasferimenti unilaterali in conto corrente
 - i. Privati
 - ii. Pubblici
 - B) Conto capitale
 - a. Trasferimenti unilaterali in conto capitale
 - i. Privati
 - ii. Pubblici
 - b. Attività intangibili
 - C) Conto finanziario
 - a. Investimenti diretti
 - b. Investimenti di portafoglio
 - c. Altri investimenti
 - d. Derivati finanziari
 - D) Variazione delle riserve ufficiali
 - E) Errori e omissioni
-

te correnti, il conto capitale e quello finanziario. La tabella 3.2 ricapitola le principali sezioni della bilancia dei pagamenti con le loro suddivisioni.

La tabella 3.3 viceversa riporta un esempio concreto di bilancia dei pagamenti così come si presenta nelle statistiche diffuse dal Fondo Monetario Internazionale (i dati provengono dall'edizione su CD-ROM dell'ottobre 2003 delle *International Financial Statistics*; l'unità di misura è il milione di dollari USA). Presentiamo i dati di due anni consecutivi, il 2000 e il 2001, che sono quelli nei quali si è manifestata la crisi finanziaria dei *bond* argentini. Potremo così seguire i riflessi di questa crisi nell'evoluzione degli scambi reali e finanziari dell'Argentina con il resto del mondo.

Tabella 3.3 – La bilancia dei pagamenti dell'Argentina

Descrizione della voce	2000	2001
1 CURRENT ACCOUNT, N.I.E.	-8937.0	-3978.0
2 GOODS EXPORTS: F.O.B.	26341.0	26542.7
3 GOODS IMPORTS: F.O.B	-23889.1	-19157.8
4 TRADE BALANCE	2451.9	7384.9
5 SERVICES: CREDIT	4765.2	4397.6
6 SERVICES: DEBIT	-9039.3	-8298.1
7 INCOME: CREDIT	7488.8	5373.9
8 INCOME: DEBIT	-14958.5	-13117.4
9 CURRENT TRANSFERS, N.I.E. : CRE	723.5	680.5
10 CURRENT TRANSFERS: DEB	-368.5	-399.4
11 CAPITAL ACCOUNT, N.I.E.	105.9	100.5
12 CAPITAL ACCOUNT, N.I.E.: CREDIT	120.8	108.7
13 CAPITAL ACCOUNT: DEBIT	-14.9	-8.2
14 FINANCIAL ACCOUNT, N.I.E.	7717.7	-15065.7
15 DIRECT INVESTMENT ABROAD	-901.0	-160.9
16 DIR. INVEST. IN REP. ECON., N.I.E.	10418.3	2166.1
17 PORTFOLIO INVESTMENT ASSETS	-1252.2	211.9
18 PI EQUITY SECURITIES ASSETS	-1455.2	-930.6
19 PI DEBT SECURITIES ASSETS	203.0	1142.5
20 PORTFOLIO INVESTMENT LIAB., N.I.E.	-1331.5	-9686.5
21 PI EQUITY SECURITIES LIAB	-3227.2	-81.0
22 PI DEBT SECURITIES LIAB	1895.7	-9605.6
23 OTHER INVESTMENT ASSETS	-1502.7	-2083.2
24 OI GEN GOVT ASSETS	921.2	55.4
25 OI BANKS ASSETS	-2347.9	8960.4
26 OI OTHER SECTORS ASSETS	-76.0	-11099.0
27 OTHER INVESTMENT LIAB., N.I.E.	2286.7	-5513.1
28 OI MON AUTH LIAB	-16.3	1130.3
29 OI GEN GOVT LIAB	440.3	1463.6
30 OI BANKS LIAB	898.4	-6775.3
31 OI OTHER SECTORS LIAB	964.3	-1331.7
32 NET ERRORS AND OMISSIONS	-62.7	-2462.5
33 OVERALL BALANCE	-1176.1	-21405.7
34 FINANCING	1176.1	21405.7
35 RESERVE ASSETS	403.0	12070.8
36 USE OF FUND CREDIT AND LOANS	773.1	9334.9

Tabella 3.4 – Conto a sezioni contrapposte e conto scalare.

a sezioni contrapposte			<u>in forma scalare</u>	
(A)	Attivo 100	Passivo 50	(B)	Attivo (A) 100
		Saldo 50	(A-B)	Passivo (B) -50
Totale	100	100		Saldo (A+B) 50
				Totale 0

Per interpretare correttamente la tabella 3.3 si osservi che in essa si adotta la rappresentazione *scalare* della bilancia dei pagamenti, quindi le voci a credito (afflussi di valuta) e a debito (deflussi di valuta) si distinguono per il loro segno algebrico: positivo per i crediti, negativo per i debiti, e i saldi si ottengono per somma algebrica delle voci. In alcuni casi potreste incontrare prospetti *a sezioni contrapposte*, nei quali le voci a credito e quelle a debito si distinguono a seconda della sezione in cui sono iscritte, e i saldi si ottengono per differenza.

La differenza fra i due prospetti è chiarita dall'esempio della tavola 3.4, che si riferisce a un conto nel quale il totale delle voci a credito è pari a 100 e quello delle voci a debito pari a 50, per cui il saldo è attivo e pari a 50. Si noti che nel prospetto a sezioni contrapposte il saldo attivo (passivo) viene iscritto nel passivo (attivo) in modo tale che i totali a pareggio siano uguali, mentre nel prospetto scalare il principio della partita doppia fa sì che la somma algebrica di tutte le voci sia pari a zero.

Si noti che il totale di colonna della tabella 3.3 in effetti differisce da zero. Ciò deriva dal fatto che per completezza di informazione il prospetto riporta sia il totale, sia le singole componenti di alcune voci. Per ottenere il pareggio contabile bisogna quindi sommare le voci in modo da evitare duplicazioni (insomma, non bisogna addizionare la parte al tutto). Ciò verrà chiarito nei paragrafi successivi.

3.2.2 *Le partite correnti*

La prima sezione principale della bilancia dei pagamenti è costituita dalle partite correnti o conto corrente, il cui saldo è già stato incontrato nel capitolo precedente (si veda la (2.2.6)). Ne approfondiamo ora l'analisi mettendone in evidenza tutte le componenti.

Le partite correnti vengono talora definite come la sezione che comprende tutte le transazioni non finanziarie, ma abbiamo già visto che questa definizione è un po' sbrigativa, perché sotto i trasferimenti unilaterali privati vengono registrati anche trasferimenti di natura finanziaria come le rimesse degli emigrati. Secondo un'altra definizione le partite correnti registrano flussi puri (acquisti di merci e servizi, trasferimenti di redditi), mentre le altre sezioni (il conto capitale e quello finanziario) registrano variazioni di stock (variazioni dell'indebitamento netto).

Le partite correnti corrispondono alla sezione A della tabella 3.2 e alle righe 1–10 della tabella 3.3 e si dividono in quattro sottosezioni (merci, servizi, redditi e trasferimenti), ognuna dotata di un saldo. La somma algebrica di questi saldi fornisce il saldo complessivo delle partite correnti:

$$\begin{aligned} \text{saldo delle partite correnti (current account)} = & \\ & \text{bilancia commerciale (trade balance)+} \\ & \text{bilancia dei servizi +} \\ & \text{redditi netti dall'estero +} \\ & \text{trasferimenti netti} \end{aligned}$$

La tabella 3.3 segnala che nel 2000 il *current account*, riportato nella prima riga, era negativo (si aveva quindi un deficit di parte corrente) per 8937 milioni di dollari. È interessante analizzare in che modo questo risultato complessivo è determinato dal segno delle quattro componenti sopra elencate.

La prima sezione è la bilancia commerciale, che riporta le esportazioni e importazioni di merci (prodotti finiti, merci in lavorazione, provviste di bordo e oro non monetario). Nel 2000, la bilancia commerciale (riportata nella riga 4, *trade*

balance) risulta in surplus (2452 milioni di dollari nel 2000): le esportazioni (riga 3), pari a 26341 milioni, sono maggiori delle importazioni (riga 4), pari a 23889 milioni². Si noti che sia le esportazioni che le importazioni sono valutate *fob*, acronimo di *free on board*, il che significa che il loro valore è calcolato al netto dei costi di trasporto (il contrario di *fob* è *cif*, acronimo di *cost, insurance and freight*, espressione che indica che il valore delle merci comprende anche i costi di trasferimento). Questi costi vengono scorporati per essere contabilizzati nella sezione servizi delle partite correnti.

Dato che la bilancia commerciale è in surplus, il deficit di parte corrente deve avere origine nelle altre componenti, cioè nelle cosiddette *partite invisibili* (servizi, redditi e trasferimenti, così definiti perché non si traducono in scambi di merci tangibili).

Il saldo dei servizi³ non è riportato, ma è facile calcolarlo sommando i servizi attivi (cioè le esportazioni di servizi, riga 5) e quelli passivi (riga 6): il risultato è $4765 - 9039 = -4274$ milioni. Sommando la bilancia commerciale a questo saldo si ottiene il *saldo merci e servizi*, pari a -1823 .

Abbiamo poi la bilancia dei redditi, in cui si accredita il rendimento dei fattori produttivi residenti impiegati all'estero, e si addebita quello dei fattori esteri impiegati nel paese di riferimento. Ad esempio, se un professionista italiano non residente all'estero presta una consulenza all'estero ma richiede di essere pagato in Italia o comunque vi trasferisce il suo compenso, questa somma verrà registrata a credito

² Per semplicità qui e nel seguito del capitolo i calcoli vengono effettuati trascurando le cifre decimali.

³ Rientrano in questa voce i servizi di trasporto, il turismo (beni e servizi acquistati dai viaggiatori che si trattengono per meno di un anno in un paese nel quale non sono residenti), i servizi bancari, finanziari e assicurativi, i servizi informatici e di comunicazione, i servizi personali, ricreativi e culturali (ad esempio, quelli associati alla produzione di film, musica e programmi radiotelevisivi), ecc. ecc.

nella sezione “redditi da lavoro”; si noti che il soggetto in questione fa parte dello stock di fattore lavoro italiano, e la somma che viene rimpatriata è il rendimento di questa componente dello stock per i servizi prestati all'estero. Se un risparmiatore italiano detiene azioni di un'azienda americana, gli eventuali dividendi, nel momento in cui vengono trasferiti in Italia, vengono accreditati nella sezione “redditi da capitale”; in questo caso la somma che “rientra” è il rendimento di capitale fisico di proprietà italiana impiegato all'estero. Il saldo di questa sezione è definito *redditi netti dall'estero* (*net factor income from abroad*). Tornando al nostro esempio, si constata che i redditi netti dall'estero sono negativi: possiamo ottenerli sommando algebricamente i redditi attivi (riga 7) e quelli passivi (riga 8): si ottiene un saldo di -7470.

Infine, la quarta e ultima sezione delle partite correnti è costituita dai trasferimenti unilaterali correnti, che possono avere, come abbiamo ricordato, natura reale (la donazione di un oggetto) o finanziaria (le rimesse degli emigrati), e inoltre possono essere originati da soggetti privati (come nei due esempi appena fatti) o pubblici (ad esempio, i contributi di parte corrente dell'UE ai paesi membri). Il saldo di questa sezione è dato dai *trasferimenti netti dall'estero*. Sommando algebricamente i trasferimenti attivi (riga 9) e quelli passivi (riga 10) si constata che il saldo dei trasferimenti è in attivo per 355 milioni di dollari.

In definitiva quindi nel 2000 si ha

(a)	bilancia commerciale	2452	
(b)	bilancia dei servizi	-4274	
(c)	redditi netti dall'estero	-7470	
(d)	trasferimenti netti	355	
	saldo corrente	-8937	(a)+(b)+(c)+(d)

Questa analisi chiarisce che i redditi netti dall'estero, pari a circa -7.5 miliardi di dollari, sono i maggiori responsabili del deficit di parte corrente. Le *International Financial Statistics* non distinguono fra redditi da lavoro e redditi da capitale, ma possiamo presumere che il passivo sia determinato per la maggior parte dal pagamento degli interessi sul debito

estero, che vengono contabilizzati fra i redditi da capitale passivi (lo stock di debito estero dell'Argentina alla fine del 2000 era pari a 146 miliardi di dollari).

3.2.3 Il conto capitale e il conto finanziario

La seconda sezione principale della bilancia dei pagamenti, al punto (B) della tavola 3.2, è il *conto capitale*, che, come abbiamo ricordato, consta di due parti: i trasferimenti unilaterali finanziari in conto capitale, cioè quelli riferiti al trasferimento di proprietà di beni capitali e la remissione di debiti, e le transazioni riferite alla proprietà (ma non all'uso) di attività immateriali. Eventuali cancellazioni di parte del debito estero di un paese verrebbero quindi registrate in questa sezione.

Procedendo con l'esempio, la riga 11 della tabella 3.3 mostra che nel 2000 il saldo del conto capitale era pari a 105 milioni di dollari. Questo saldo risulta dalla somma algebrica delle voci a credito (riga 12) e a debito (riga 13). Si noti che il prospetto non distingue tra trasferimenti unilaterali in conto capitale e acquisizione/cessione di attività intangibili. In effetti, come abbiamo ricordato in precedenza, queste voci hanno importi relativamente esigui e quindi il loro dettaglio non interessa particolarmente.

La terza sezione principale della bilancia dei pagamenti è il *conto finanziario*, che riporta i principali movimenti di capitale. I movimenti di capitale sono suddivisi in cinque tipologie: investimenti diretti, investimenti di portafoglio, altri investimenti, derivati e riserve ufficiali. Per ognuna di queste tipologie si calcola un saldo, e la somma algebrica di questi saldi fornisce il saldo totale del conto finanziario, corrispondente, lo ricordiamo, al concetto economico di "movimenti di capitale".

Gli *investimenti diretti* sono investimenti volti a costituire un'impresa o ad acquisire il controllo di un'impresa già esistente. Se è un residente che costituisce o acquisisce un'impresa all'estero si avrà una fuoriuscita di capitali e quindi una registrazione a debito; se invece operatori non residenti acquisiscono o costituiscono imprese nella *reporting*

country si ha un afflusso di capitali e quindi una registrazione a credito.

Tornando all'esempio, notiamo che gli investimenti diretti sono in forte attivo: lo si constata sommando algebricamente gli investimenti passivi (riportati alla voce *direct investment abroad*, riga 15) a quelli attivi (riportati alla voce *direct investment in reporting economy*, riga 16). Si ottiene così un saldo pari a $-901+10418 = 9517$, che rappresenta un afflusso di capitale e quindi un aumento dell'indebitamento netto del paese. Questo valore esprime il fatto (non sorprendente) che le acquisizioni di imprese argentine da parte di non residenti sono superiori alle acquisizioni di imprese non residenti da parte di argentini. Questo fatto concorre a spiegare il passivo dei redditi netti dall'estero che abbiamo constatato nelle pagine precedenti: quando una filiale argentina di un'impresa estera (cioè un'impresa argentina controllata da non residenti) rimpatria i profitti nel paese d'origine, ciò determina un addebitamento dei redditi da capitale.

La seconda componente del conto finanziario, gli *investimenti di portafoglio*, registra le transazioni fra residenti e non residenti che hanno per oggetto obbligazioni o quote minoritarie (cioè non finalizzate all'acquisizione del controllo) di pacchetti azionari di imprese. Come abbiamo ricordato, un aumento di attività (o diminuzione di passività) del paese compilatore determina deflusso di capitali e quindi viene registrato a debito; il contrario avviene per un aumento di passività (diminuzione di attività).

Nel caso dell'Argentina sia le attività (*portfolio investment assets*, riga 17) che le passività (*portfolio investment liabilities*, riga 20) compaiono con segno negativo, il che può sembrare strano, a prima vista, se non si riflette sul fatto che i flussi riportati in questa sezione sono *variazioni* di stock. Queste scritture indicano che nell'anno considerato c'è stato un *aumento* delle attività "di portafoglio" argentine sull'estero, quindi una fuoriuscita di capitali (gli argentini hanno comprato titoli esteri: sono diventati "più ricchi" e dall'Argentina è uscita valuta), addebitata per un importo di 1252 milioni di dollari (riga 17), e una riduzione delle passi-

vità “di portafoglio” sull'estero, quindi un'altra fuoriuscita di capitali (gli argentini hanno rimborsato prestiti ottenuti da non residenti: sono diventati “meno poveri” e dall'Argentina è uscita altra valuta), addebitata per un importo di 1331 milioni di dollari (riga 20). La algebrica somma di questi due flussi è pari a $-1252-1331 = -2583$ che rappresenta una diminuzione dell'indebitamento netto (deflusso di capitali). Il prospetto consente di disaggregare questi movimenti in *equity securities* (cioè titoli azionari) e *debt securities* (cioè titoli obbligazionari). Le *debt securities liabilities* (riga 22) sono le obbligazioni collocate all'estero dall'Argentina, per la quale costituiscono una passività (*liability*) perché deve rimborsarle a scadenza. Rientrano quindi in questa voce i famigerati *bond* argentini. È interessante (ma anche scontato) osservare che mentre nel 2000 la voce *debt securities liabilities* era attiva, cioè i non residenti avevano acquistato obbligazioni argentine per un totale di 1895 milioni di dollari, nel 2001 la stessa voce diventa passiva e viene addebitata per 9605 milioni di dollari, a indicare che per effetto della crisi i *bond* argentini erano diventati molto meno appetibili per gli operatori non residenti. La conseguente ondata di rimborsi si traduce in una riduzione delle passività sull'estero dell'Argentina, cioè in una fuoriuscita di capitali, che viene segnata a debito.

La terza componente del conto finanziario è data dagli *altri investimenti*, i quali registrano i prestiti non obbligazionari (e quindi i crediti accordati dalle banche), il circolante e i depositi bancari e altre categorie residuali. Finiscono ad esempio in questa sezione i corrispettivi finanziari delle transazioni reali registrate nella bilancia commerciale. Questi strumenti finanziari vengono classificati per settore emittente (se sono passività) o detentore (se sono attività). Nel 2000 si è verificato un aumento delle altre attività pari a 1502 milioni di dollari (riga 23; come al solito, l'aumento di attività implica deflusso di capitale e quindi viene registrato con segno meno), unito a un aumento delle passività pari a 2286 dollari. Il saldo degli altri investimenti è quindi pari a $-1502+2286 = 784$ milioni di dollari.

I *derivati* registrano le transazioni che hanno per oggetto i cosiddetti prodotti finanziari derivati (*future*, opzioni, *swap*, *warrant*, ecc. ecc.). La necessità di raggrupparli in una sezione a parte è connessa alle difficoltà di valutazione di questi beni, che sono caratterizzati da un'alta volatilità. La bilancia dei pagamenti dell'Argentina non riporta la sezione sui derivati finanziari.

Ricapitolando, il saldo del conto finanziario per il 2000 è pari a

(a)	saldo investimenti diretti	9517	+
(b)	saldo investimenti di portafoglio	-2583	+
(c)	saldo altri investimenti	784	+
	saldo conto finanziario	7718	

Questo saldo è riportato nella riga 14 del prospetto 3.3.

3.2.4 Saldo complessivo, variazione delle riserve, errori ed omissioni

Passiamo alle ultime due sezioni della bilancia dei pagamenti (le voci D ed E nel prospetto 3.2), che riportano la variazione delle riserve ufficiali e gli errori e omissioni.

Per capire il significato di queste ultime voci si consideri in primo luogo che se la somma algebrica delle voci A, B e C (cioè di partite correnti, conto capitale e conto finanziario) non è nulla, sui mercati valutari si determina un eccesso di domanda (nel caso di surplus) o di offerta (nel caso di deficit) della valuta della *reporting country*.

Consideriamo ad esempio quanto accade sul mercato delle merci: gli esportatori ricevono valuta estera in cambio dei beni esportati, ma dato che non possono spendere in patria valuta estera si rivolgono ai mercati valutari (generalmente con l'intermediazione di un'azienda di credito) per farsela convertire in valuta nazionale: si origina quindi una *domanda* di valuta nazionale⁴; gli importatori, viceversa, domanda-

⁴ Se il pagamento viene effettuato in valuta locale sarà l'importatore estero, anziché l'esportatore interno, a rivolgersi ai

no valuta estera per pagare i beni che acquistano all'estero: si origina quindi un'*offerta* di valuta nazionale. Se il paese esporta più merci di quante ne importi, cioè si trova in condizioni di *surplus* commerciale, sul suo mercato valutario avremo *ceteris paribus* un eccesso di *domanda* di valuta locale⁵. Per la legge della domanda e dell'offerta, questo eccesso di domanda porta, in assenza di interventi, a un aumento del prezzo della valuta locale, cioè a un apprezzamento del cambio, il quale determina una perdita di competitività⁶, perché a parità di prezzo i beni interni diventano più cari per gli importatori stranieri, con conseguente diminuzione delle esportazioni, aumento delle importazioni e riequilibrio della bilancia commerciale⁷.

Non solo: come vedremo meglio più avanti, il *surplus* della bilancia (in questo caso, di quella commerciale) determina una iniezione di moneta nel paese (gli esportatori cedono valuta estera in cambio di valuta nazionale e poi spendono in patria la moneta nazionale, di fatto incrementando la massa monetaria interna), con ripercussioni su tassi di interesse, prezzi, ecc. ecc.⁸ In caso di deficit avviene il contrario.

Lo stesso principio si applica all'esportazione ed importazione di capitali, cioè ai saldi dei conti capitale e finanziario,

mercati valutari. In altre parole, quale che sia la valuta nella quale la transazione viene regolata, un'esportazione determinerà sempre una domanda di valuta nazionale (a fronte di un'offerta di valuta estera).

⁵ Attenzione: stiamo ragionando *ceteris paribus*, cioè nell'ipotesi che le altre sezioni della bilancia dei pagamenti (partite invisibili, redditi netti, ecc. ecc.) non esistano o siano in pareggio. Sotto queste ipotesi il saldo complessivo coincide con la bilancia commerciale.

⁶ Le relazioni fra tasso di cambio e competitività saranno analizzate in dettaglio nel capitolo 6.

⁷ Perché questo riequilibrio si verifichi occorre che siano rispettate certe condizioni di elasticità dei flussi commerciali al tasso di cambio.

⁸ Le relazioni fra saldo della bilancia dei pagamenti e offerta di moneta verranno analizzate in dettaglio nel successivo capitolo 4.

con la differenza che abbiamo evidenziato più volte, ovvero che nel caso dei capitali l'esportazione (il deflusso) determina una domanda di valuta estera, mentre l'importazione (l'afflusso) una domanda di valuta nazionale.

La somma dei saldi delle prime tre sezioni (partite correnti, conto capitale e conto finanziario) viene definita saldo complessivo (*overall balance*) della bilancia dei pagamenti, in quanto esprime il complessivo afflusso o deflusso netto di valuta determinato dall'operare degli agenti economici.

Per la precisione, da questa somma occorre scorporare la voce *errori ed omissioni*, che registra gli sfasamenti dovuti al fatto che le due registrazioni alle quali ogni transazione dà origine si basano su dati provenienti da fonti diverse, e talora si basano su stime presuntive. Si pensi al caso più semplice, quello di esportazione di un bene con pagamento mediante accredito di un conto bancario. In questo caso il flusso di merci viene rilevato dalle autorità doganali, mentre quello finanziario viene rilevato dalle autorità monetarie, con tempi e criteri di accertamento diversi. È facile immaginare che le due registrazioni, di segno opposto, possano non coincidere perfettamente. Affinché i conti tornino (cioè il totale delle registrazioni all'attivo uguagli quello delle registrazioni al passivo, ovvero, in altri termini, il saldo globale sia nullo) è quindi necessario inserire la posta errori ed omissioni. Nel 2000 gli errori ed omissioni sono addebitati per un totale di -62 milioni di dollari (una cifra relativamente contenuta).

Nell'esempio che stiamo seguendo si ha

(a)	saldo partite correnti	-8937	+
(b)	saldo conto capitale	105	+
(c)	saldo conto finanziario	7718	+
(d)	<u>errori e omissioni</u>	<u>-62</u>	<u>+</u>
	saldo complessivo	-1176	

cioè il saldo complessivo della bilancia dei pagamenti argentina nel 2000 è passivo per 1176 milioni di dollari, a indicare quindi un eccesso di offerta di valuta argentina.

In presenza di un eccesso di offerta o di domanda della valuta locale, sono le autorità monetarie a decidere se lasciare

che esso venga corretto dal prezzo della valuta stessa (lasciando il cambio libero di variare), o se invece intervenire sul mercato dei cambi assorbendo almeno in parte l'eccesso di offerta o domanda, ad esempio per contenere oscillazioni troppo violente del cambio, o per mantenere la competitività su livelli favorevoli al paese, o ancora per mantenere sotto controllo l'offerta di moneta. Questa decisione dipende da vari fattori, fra i quali il regime di cambio e gli eventuali accordi presi con gli altri paesi, che determinano eventuali obblighi di intervento per le autorità monetarie, e il volume delle riserve ufficiali disponibili.

Le *riserve ufficiali* sono costituite dagli strumenti monetari e finanziari di liquidità internazionale a disposizione delle autorità monetarie centrali per operare sui mercati dei cambi (e quindi dagli stock di valuta di riserva, oro monetario ecc. ecc.) e la loro variazione è determinata dal comportamento delle autorità valutarie residenti.

Per fissare le idee, nel caso in cui si abbia una bilancia in posizione eccedentaria (*surplus*), per cui si ha eccesso di domanda di valuta nazionale, le autorità valutarie possono decidere di assorbire loro questo eccesso di domanda, cedendo valuta nazionale sui mercati valutari in cambio di valuta estera, il che determina un incremento delle riserve valutarie del paese, cioè un incremento delle attività sull'estero, che viene addebitato alla voce "variazione delle riserve" del conto finanziario. Nel caso invece di posizione deficitaria (che è quello dell'Argentina nell'esempio considerato), le autorità possono decidere di contrastare la tendenza alla svalutazione del cambio cedendo valuta estera in cambio di valuta nazionale: si determina in tal modo un decremento delle riserve, cioè un aumento dell'indebitamento netto, che viene accreditato alla "variazione delle riserve".

A questo punto è chiaro il perché si scorpori dal saldo complessivo la voce "variazione delle riserve": in questo modo si riesce a ottenere una misura dell'afflusso (drenaggio) di valuta estera determinato da una posizione complessivamente eccedentaria (deficitaria). Nel caso di posizione deficitaria è evidente che siccome le riserve valutarie sono in quantità

finita, sapere quale flusso viene drenato è importante per capire fino a quando le autorità di politica valutaria potranno sostenere il cambio (quando le riserve si esauriscono le autorità valutarie non possono più cedere valuta estera in cambio di valuta nazionale per sostenere il prezzo di quest'ultima, e quindi il cambio precipita). Tuttavia anche nel caso di posizione eccedentaria è importante sapere quale sia l'afflusso di riserve, e quindi l'incremento dell'offerta di moneta del paese. In ogni caso, l'afflusso di riserve ufficiali è un afflusso di capitali, ma se perdura nel tempo non denota una situazione particolarmente positiva, dato che i capitali potrebbero affluire sotto forme più produttive (ad esempio, sotto forma di investimenti diretti).

Si noti che lo stesso ruolo di "finanziamento" del deficit complessivo può essere svolto, oltre che dalle riserve ufficiali, anche dai prestiti concessi dal Fondo Monetario Internazionale, costituiti da valuta di riserva che può essere impiegata per assorbire l'eccesso di offerta di valuta nazionale. Questo è appunto il caso dell'Argentina: il saldo complessivo, pari a -1176 milioni di dollari (riga 33), è stato coperto in parte con una diminuzione delle riserve, accreditata (in quanto diminuzione di attività) per 403 milioni (riga 35), e in parte con crediti del Fondo Monetario Internazionale, accreditati (in quanto aumento di passività) per 773 milioni (riga 36).

3.2.5 L'equilibrio contabile della bilancia dei pagamenti

A questo punto possiamo verificare che i conti tornino sommando i saldi di tutte le sezioni, inclusa la voce *errori e omissioni* (riga 32), ottenendo così

(a)	partite correnti	-8937	
(b)	conto capitale	105	
(c)	conto finanziario	7718	
(d)	variazione delle riserve	1176	
(e)	errori e omissioni	-62	
	saldo totale	0	(a)+(b)+(c)+(d)

Il saldo totale è nullo, e, come si vede, ciò implica che, trascurando gli errori e omissioni (di natura accidentale, anche

se di importo non sempre trascurabile) le partite correnti (incluso il conto capitale) di fatto sono compensate algebricamente dai movimenti di capitale non compensativi (conto finanziario) e compensativi (variazione delle riserve e altre forme di finanziamento del deficit). In altri termini, se le partite correnti sono in deficit (come nell'esempio), allora il conto finanziario *deve* essere in surplus, cioè ci deve essere un aumento dell'indebitamento netto del paese (il paese si indebita per acquistare più beni di quanti non ne esporti). Viceversa, se le partite correnti fossero in surplus allora il conto finanziario *dovrebbe* essere in deficit, cioè si assisterebbe a una riduzione dell'indebitamento netto del paese (il paese concede credito al resto del mondo affinché questo importi più beni di quanti non ne esporti).

3.3 Alcune identità utili

La discussione precedente può essere sintetizzata in alcune identità che costituiscono per così dire il risvolto "modellistico" dei ragionamenti svolti sinora e in quanto tali ci saranno utili nei capitoli successivi.

Nel capitolo precedente abbiamo già preso in considerazione la componente reale della bilancia dei pagamenti, cioè quella che registra gli scambi di merci, servizi e redditi, ovvero le partite correnti. In questo capitolo abbiamo imparato che in essa si registrano anche i trasferimenti unilaterali. Tuttavia, nonostante essi possano avere una certa importanza come fonte di valuta estera nei paesi a forte emigrazione, di solito essi non vengono rappresentati esplicitamente, per cui il saldo delle partite correnti viene definito come nel capitolo precedente:

$$CA_t = EX_t - IM_t + RNE_t = NX_t + RNE_t \quad (3.3.1)$$

dove RNE_t sono i redditi netti dall'estero (in inglese *NFI*, *net factor income*) e NX_t sono le esportazioni nette, cioè il *saldo merci e servizi*, definite dalla (2.2.2).

Passiamo ora a rappresentare in termini modellistici anche le altre sezioni della bilancia dei pagamenti. Per semplicità ignoriamo il conto capitale e ci soffermiamo solo su quello finanziario⁹.

A questo scopo definiamo AFE_t le attività finanziarie sull'estero (attività emesse da non residenti e detenute da residenti) e PFE_t le passività sull'estero (attività emesse da residenti e detenute da non residenti). Si tratta di due *stock* nominali. Sottraendo alle attività le passività otteniamo lo stock di attività finanziarie nette sull'estero che definiamo AFN_t (in inglese *NFA, net foreign assets*)¹⁰

$$AFN_t = AFE_t - PFE_t \quad (3.3.2)$$

Come abbiamo visto in precedenza, il saldo del conto finanziario (cioè i movimenti di capitale) è uguale al decremento (se positivo) o all'incremento (se negativo) delle attività finanziarie sull'estero

$$\text{saldo finanziario} = -\Delta AFN_t \quad (3.3.3)$$

Sappiamo anche che la somma delle partite correnti, del saldo finanziario e degli errori e omissioni è necessariamente nulla

$$CA_t - \Delta AFN_t + EO_t \equiv 0$$

per cui, se trascuriamo gli errori e omissioni¹¹, abbiamo

$$CA_t \equiv \Delta AFN_t \quad (3.3.4)$$

ovvero, come abbiamo anticipato nel capitolo precedente, un saldo di parte corrente positivo determina un aumento delle

⁹ I modelli quantitativi dei quali ci occupiamo in questo testo sono piuttosto stilizzati e quindi non prevedono una rappresentazione esplicita di voci quali la cessione di attività immateriali, che comunque costituiscono una componente minoritaria negli scambi con l'estero di un paese in via di sviluppo.

¹⁰ Un'altra definizione è *posizione netta sull'estero*: la posizione è creditoria se positiva, debitoria se negativa.

¹¹ Anche questa semplificazione viene correntemente adottata nei modelli empirici.

Applicazione 3.2 – La bilancia dei pagamenti di Smith: il conto finanziario e il saldo complessivo

Proseguiamo l'analisi formale della bilancia dei pagamenti del "paese" costituito da Smith e Donald verso il resto del mondo costituito da Chang.

In assenza di trasferimenti e redditi dall'estero, il saldo delle partite correnti di Smith/Donald coincide con le esportazioni nette, ovvero

$$CA_t = NX_t = EX_t - IM_t = 0 - 2 = -2$$

Per la (3.3.4) questo saldo implica una diminuzione delle attività nette di Smith/Donald verso Chang. In effetti sappiamo che sono aumentate le passività di Donald verso Chang (cioè AFN_t è diminuito perché è aumentato PFE_t ; si veda la (3.3.2)).

Per la (3.3.5) sappiamo quindi che il saldo finanziario della bilancia dei pagamenti di Smith/Donald è pari a 2 (cioè al saldo delle partite correnti cambiato di segno).

In un'economia non monetaria non possiamo definire un saldo complessivo di bilancia dei pagamenti, dato che non ha senso il concetto di "afflusso di valuta estera" (gli scambi avvengono in natura).

attività nette sull'estero (una riduzione dell'indebitamento estero) del paese, mentre un saldo corrente negativo implica un aumento dell'indebitamento estero del paese (una riduzione delle attività finanziarie nette).

In seguito ci tornerà utile anche la definizione del saldo complessivo (*overall balance*) della bilancia dei pagamenti. Per definirlo dobbiamo disaggregare la variazione delle attività sull'estero in due componenti: quella delle attività detenute da privati, e quella delle attività detenute dalle autorità valutarie, cioè la riserva ufficiale:

$$\Delta AFN_t = \Delta AFN_t^P + \Delta OR_t \quad (3.3.5)$$

dove l'apice P sta per "privato" e OR_t è lo stock di riserve ufficiali al tempo t . Sostituendo la (3.3.5) nella (3.3.4) e risolvendo rispetto al flusso ΔOR_t otteniamo

$$BP_t \equiv \Delta OR_t = CA_t - \Delta AFN_t^P \quad (3.3.6)$$

dove BP_t è il saldo complessivo della bilancia dei pagamenti, uguale per definizione alla variazione delle riserve ufficiali (un *surplus* implica un aumento dello stock di riserve). Si noti che per la (3.3.3) il saldo finanziario è dato dalla variazione delle attività nette sull'estero cambiata di segno, per cui *sottrarre* la variazione delle attività significa *sommare* (algebricamente) il saldo finanziario.

Ad esempio, nel caso dell'Argentina il saldo complessivo, pari a -1176 milioni di dollari, si ottiene sommando al saldo delle partite correnti (comprensive del saldo del conto capitale), pari a -8831 milioni, il saldo del conto finanziario escluse le riserve, cioè 7718 milioni. Si ottiene così -1113 milioni, che al netto degli errori ed omissioni corrisponde al saldo complessivo.