

8. Il coordinamento delle politiche economiche e i tassi di cambio: alcune considerazioni

di Rainer S. Masera

1. Introduzione

Questo saggio è in primo luogo rivolto a illustrare le tesi che, in materia di coordinamento delle politiche economiche dei principali paesi industriali e della funzione che la sorveglianza multilaterale può svolgere al riguardo, sono sostenute nel Rapporto sul funzionamento del Sistema monetario internazionale predisposto dai Supplenti del Gruppo dei Dieci (G-10 nel seguito) [Gruppo dei Dieci 1985]. L'esame verterà, in particolare, sul contributo fornito dai Supplenti italiani. Successivamente esso si soffermerà sulle implicazioni che il *policy-mix* adottato negli anni più recenti nei principali paesi ha avuto in termini di squilibri nei pagamenti con l'estero e di andamento dei tassi di cambio; in particolare, si analizzeranno le relazioni tra disavanzo fiscale e tasso di cambio. Si concluderà con alcune considerazioni sul caso italiano. Il filo conduttore tra i diversi punti è rappresentato dall'esame dell'interazione tra politica monetaria e politica fiscale e dalla compatibilità interna ed estera del *mix* perseguito.

2. Il Rapporto dei Supplenti del G-10 e il coordinamento delle politiche economiche

Riguardo alla necessità di un coordinamento tra le politiche economiche dei principali paesi industriali al fine di conseguire una maggiore stabilità dei tassi di cambio, e al ruolo chiave della sorveglianza multilaterale, il rapporto dei Supplenti del G-10 ha recepito, almeno sotto il profilo analitico, parte importante dei contenuti della proposta italiana¹, che sottolineava l'esigenza di assicurare politiche economiche – e segnatamente combinazioni di politiche monetarie e fiscali – reciprocamente coerenti.

Il modo migliore per sintetizzare la posizione espressa nel Rapporto è forse quello di citarne alcuni dei passi più significativi. Il

¹ Cfr. Masera e Sarcinelli [1984], *Il rafforzamento della sorveglianza multilaterale*, policy paper dei Supplenti italiani del G-10. Su questi punti cfr. anche Dini [1984] e Sarcinelli [1985].

Rapporto sostiene che «una condizione essenziale per la stabilità dei cambi è la convergenza degli andamenti economici verso una crescita sostenibile e non inflazionistica» (par. 102); peraltro, «anche quando vi fosse una diffusa e continua applicazione di politiche non inflazionistiche, i tassi di cambio e le aspettative sui cambi sarebbero influenzati da numerosi altri fattori, tra cui la configurazione internazionale delle politiche fiscali, le politiche monetarie, le rigidità strutturali, gli andamenti del risparmio e degli investimenti e le incertezze politiche» (par. 22).

Si sottolinea poi che il «raggiungimento di una maggiore stabilità dei cambi richiede una cooperazione stretta e continua tra i principali paesi» (par. 102); aggiungendo: «i Supplenti, nel rilevare che l'importanza delle ripercussioni esterne delle politiche nazionali è spesso stata sottovalutata, sostengono che, nel fissare le politiche nazionali, si debba attribuire la necessaria priorità alle implicazioni internazionali e alle interazioni di tali politiche» (par. 29). Si afferma infine che «la sorveglianza, soprattutto quella esercitata dal FMI, è lo strumento essenziale per raggiungere questi obiettivi» (par. 104)².

Mentre tutte le delegazioni dei paesi del G-10 hanno sottoscritto alla fine tali considerazioni, nelle prime fasi dei lavori di preparazione del Rapporto i rappresentanti degli Stati Uniti avevano espresso una posizione sostanzialmente diversa. Ai fini di una maggiore stabilità dei cambi, Beryl Sprinkel attribuiva un'importanza esclusiva alla necessità di perseguire, ciascuno nel proprio paese, politiche economiche di disinflazione e di aggiustamento interno volte a rimuovere le rigidità strutturali esistenti, quali quelle perseguite dall'amministrazione americana. Tale posizione, riassunta efficacemente nell'espressione «*put your house in order*», affermava in sostanza che la simultanea adozione, da parte dei principali paesi industriali, di tali orientamenti di politica economica sarebbe stata una condizione non solo necessaria, ma anche sufficiente, per ottenere una soddisfacente stabilità dei cambi.

Il Rapporto dei Supplenti del G-10 ha viceversa fatta propria l'opinione italiana, secondo cui il coordinamento delle politiche economiche dei principali paesi costituisce, al pari del perseguimento di politiche interne rigorose e coerenti, una condizione essenziale per una maggiore stabilità dei cambi. Il *policy paper* italiano ha sottolineato in particolare l'esigenza che, alle procedure di sorveglianza bilate-

² Sul tema del funzionamento del Sistema monetario internazionale, è stato di recente approvato un secondo Rapporto ad opera del Gruppo dei Ventiquattro (gruppo che comprende i principali paesi in via di sviluppo). Sul tema della sorveglianza e del coordinamento tra le politiche dei principali paesi, le posizioni e le proposte del G-24 sono simili, nella sostanza, a quelle manifestate nel Rapporto del G-10. Cfr. Gruppo dei Ventiquattro [1985].

rale previste dall'art. IV degli Statuti, si affianchino appropriate procedure di sorveglianza su base multilaterale. Queste proposte sono state recepite nel Rapporto. Segnalo in particolare le considerazioni che riguardano la preparazione, da parte dei Servizi del FMI, di un capitolo speciale del *World Economic Outlook*, contenente «un'ampia analisi delle ripercussioni internazionali delle politiche dei paesi del G-10 e della loro interazione nell'influenzare gli andamenti dei mercati dei cambi e l'aggiustamento internazionale» (par. 107); tale capitolo dovrebbe poi essere esaminato e discusso, «nell'ambito di adeguate procedure», dai Ministri e dai Governatori del G-10.

Il contenuto delle proposte del Rapporto dei Supplenti del G-10 in materia di sorveglianza multilaterale può apparire non sufficientemente preciso. Peraltro, il coordinamento delle politiche economiche non può che essere il risultato della convergenza delle volontà di singoli stati sovrani. Essendo la cooperazione un atto autonomo e volontario, nessuna regola procedurale può garantire il coordinamento. D'altra parte, riunioni informali e la semplice «pressione tra pari» possono non risultare sufficienti a determinare adattamenti specifici nelle politiche economiche interne, in particolare in quelle fiscali.

Il comunicato emesso a conclusione della riunione del G-5 tenutasi a New York il 22 settembre scorso è conforme allo spirito del Rapporto del G-10. I paesi partecipanti alla riunione si sono impegnati a perseguire politiche che da un lato realizzino gli obiettivi interni di crescita non inflazionistica e di cambiamento strutturale e, dall'altro, risultino tra loro compatibili, limitando gli squilibri esistenti nei pagamenti esteri e correggendo l'andamento dei tassi di cambio. All'indomani della riunione, i mercati valutari hanno dimostrato di considerare credibili gli impegni che ne erano scaturiti e gli interventi effettuati sui mercati dei cambi. È ora necessario che dalle enunciazioni si passi all'attuazione; se così non fosse, ne risulterebbe gravemente danneggiata la «credibilità» degli impegni e l'efficacia dei futuri tentativi di coordinamento sarebbe messa in pericolo.

In proposito, sono dell'opinione che il «foro» del G-10, al quale partecipano le principali istituzioni internazionali – e segnatamente il FMI – con un importante contributo di documentazione, analisi e valutazione, costituisca il «circolo» più appropriato per compiere questi esercizi di sorveglianza multilaterale.

3. L'interazione tra le politiche economiche e l'equilibrio esterno

In generale, ogni azione di politica economica intrapresa da uno dei principali paesi industriali determina effetti sulle variabili economiche di altri paesi e interagisce con le politiche da questi seguite.

L'opportunità del coordinamento è determinata dalla presenza di esternalità: decisioni di politica economica non coordinate sono, in generale, sub-ottimali, per la tendenza a «sovra-utilizzare» gli strumenti di politica economica che scaricano parte dei costi oltre frontiera, e, viceversa, a «sotto-utilizzare» gli strumenti che producono benefici anche per gli altri paesi. L'internalizzazione dei costi e dei benefici, operata attraverso il coordinamento, permette di approssimare le scelte di politica economica a quelle ottimali.

L'andamento recente dell'economia internazionale è una prova convincente dell'inadeguatezza di un atteggiamento che non tenga nel dovuto conto le ripercussioni internazionali delle politiche interne e, in particolare, quelle fiscali. Gli ampi squilibri nei pagamenti tra i principali paesi – Stati Uniti, Giappone e Germania federale – e gli andamenti dei cambi delle rispettive valute – non in linea, come è ormai consuetudine osservare, con le condizioni economiche di fondo – si sono manifestati nonostante una sostanziale convergenza delle politiche monetarie dei tre paesi e il comune intento di rimuovere le rigidità strutturali e di sottoporre le rispettive economie alla disciplina del mercato.

I «fatti stilizzati» possono esser riassunti dai seguenti dati. Secondo stime dell'OCSE, tra il 1980 e il 1985 il deficit del bilancio strutturale, aggiustato per l'inflazione, ha mostrato negli Stati Uniti un aumento pari al 3,3 per cento del PIL. Ad esso hanno corrisposto movimenti in senso opposto in Giappone e nella Germania federale pari, rispettivamente, al 3,3 e al 3,7 del prodotto. Analoghe variazioni sono state registrate dai saldi finanziari nominali; negli Stati Uniti da un avanzo pari a 0,6 per cento nel 1979 si è passati a un deficit dell'ordine del 3,7 per cento nel 1985. In Giappone e nella Germania federale i deficit registrati nel 1979 – 4,8 e 2,7 per cento – sono stati ridotti rispettivamente a 1,5 e 1,1 per cento.

Questi mutamenti nei saldi fiscali sono stati accompagnati da modificazioni altrettanto profonde in quelli delle partite correnti e nei cambi. Negli Stati Uniti l'avanzo pari allo 0,2 per cento del PIL del 1980 si è trasformato in un deficit assai elevato, pari al 3,5 per cento nel 1985. Viceversa in Giappone e nella Germania federale i disavanzi del 1980 (-1,1 e -1,8 per cento) sono diventati surplus assai rilevanti (3,7 e 2,4 per cento). Fatti uguali a 100 gli indici del cambio effettivo e di quello reale nel 1980, nel 1985 i rispettivi livelli potranno collocarsi a 150 e 146 negli Stati Uniti, a 124 e 99 in Giappone, a 96 e 80 nella Germania federale.

Un semplice schema del tipo flusso dei fondi aiuta a comprendere come l'interazione tra i *policy-mix* adottati nei principali paesi possa contribuire a produrre gli squilibri osservati. Ipotizziamo che esistano due soli paesi di analoghe dimensioni – A e B – e che ciascun paese sia

rappresentato da tre settori: famiglie, imprese e governo. Le famiglie hanno – à la Cambridge – una propensione al risparmio costante nel tempo. Supponiamo ora che, partendo da una situazione di equilibrio, in cui le partite correnti di ciascuna area sono in pareggio, il paese A intraprenda una politica fiscale restrittiva e il paese B una politica espansiva. Se il settore delle imprese si pone come obiettivo quello di mantenere una posizione sostanzialmente equilibrata del proprio fabbisogno finanziario, in particolare nel paese che adotta politiche di bilancio restrittive, questi impulsi fiscali, per date politiche monetarie, comportano in A un avanzo di parte corrente, collegato alla riduzione del disavanzo fiscale e in B un corrispondente deficit³.

Ritengo che questo schema, anche nella sua estrema semplificazione, sia in grado di cogliere alcuni degli elementi essenziali dell'evoluzione recente dell'economia internazionale: sono i *policy-mix* adottati, associati a una stabile propensione al risparmio delle famiglie, a determinare gli squilibri nei pagamenti tra le due aree. In effetti, sia l'avanzo corrente dell'area A, sia il disavanzo dell'area B, sono fenomeni «desiderati», determinati dall'interazione dei comportamenti di spesa dei diversi settori.

Pertanto, anche quando le politiche monetarie sono simili, la divergenza di quelle fiscali basta a determinare squilibri nei pagamenti e nei cambi. È necessario perciò che l'attività di coordinamento si estenda al *policy-mix* complessivo adottato nei diversi paesi. L'accettazione di questo principio è condizione necessaria per poter muovere verso assetti di cambio più stabili e, in particolare, per introdurre «zone-obiettivo» per i tassi di cambio delle principali valute⁴.

La celebrata proposta di Ronald McKinnon [1984], mirante alla stabilità dei cambi tra le principali valute, non soddisfa viceversa tale condizione. Secondo McKinnon, le fluttuazioni dei cambi sono determinate da variazioni nella composizione desiderata per valuta dei portafogli degli operatori internazionali. Per stabilizzare i cambi, le banche centrali dei paesi a valuta chiave – segnatamente Stati Uniti, Giappone e Germania federale – dovrebbero, con un'azione coordinata, assecondare i movimenti della domanda di ciascuna valuta con movimenti delle rispettive offerte, espandendo l'offerta della moneta che tende a apprezzarsi e contraendo quella della moneta che tende a indebolirsi. In tal modo, si realizzerebbe al contempo la stabilità dei cambi e quella dell'offerta mondiale di moneta.

³ Per una esposizione più articolata dell'argomento cfr. Masera [1985].

⁴ Cfr. la *Premessa* al volume curato dal Ministero del Tesoro sul G-10 e il miglioramento del sistema monetario internazionale e il par. 31 del Rapporto dei Supplenti del G-10. Cfr. anche Sarcinelli [1985].

La proposta, sebbene affascinante e sorretta da un'analisi robusta, non è convincente proprio in quanto non risulterebbe adeguata per fronteggiare shock di natura non monetaria, come quelli determinati da cambiamenti delle politiche fiscali. Nel caso del persistente apprezzamento del dollaro, che si è accompagnato, a partire dal 1981, all'espansione fiscale statunitense e successivamente alla ripresa, l'applicazione della proposta avrebbe richiesto una politica monetaria espansiva negli Stati Uniti, e restrittiva negli altri paesi. Ciò avrebbe contrastato l'apprezzamento del dollaro, ma avrebbe anche, da una parte, accentuato negli Stati Uniti il carattere espansivo della politica economica complessiva, rischiando di riaccelerare l'inflazione e, dall'altra, acuito le tendenze recessive in Giappone e in Europa.

4. Disavanzo fiscale e tasso di cambio: apprezzamento o deprezzamento?

Come risulta da quanto precede, al di là della pur importante modificazione intercorsa nella politica monetaria della FED a partire dal 1979, l'influenza delle politiche fiscali nel determinare gli squilibri recenti nei pagamenti e nei cambi appare assai rilevante. Peraltro, sebbene l'esperienza degli anni ottanta indichi con chiarezza che il disavanzo fiscale statunitense si è accompagnato a un forte apprezzamento del dollaro, la relazione tra espansione fiscale e tasso di cambio non è determinabile in modo univoco: sia su base empirica, sia in base a considerazioni analitiche, una politica fiscale espansiva può comportare sia un apprezzamento sia un deprezzamento del cambio⁵.

Come è noto, esistono molteplici schemi per analizzare gli effetti della politica fiscale sul tasso di cambio. È anche noto che essi conducono a risultati spesso contrastanti. Il punto di riferimento continua a essere il classico risultato del modello di Mundell-Fleming [Mundell 1963], in base al quale un'espansione fiscale provoca, nell'ipotesi di perfetta mobilità dei capitali, un apprezzamento del cambio. Peraltro, il modello di Mundell-Fleming non considera alcuni nessi essenziali che legano stimoli fiscali e cambio: l'aumento dell'indebitamento pubblico fruttifero determinato da un'espansione fiscale non monetizzata; gli effetti ricchezza e di portafoglio derivanti da persistenti disavanzi di parte corrente; i processi di formazione e revisione delle aspettative sui cambi. Trascurare questi legami dinamici implica

⁵ Per recenti contributi e rassegne della letteratura su questi punti cfr. Branson e Buiter [1983] e Frenkel e Mussa [1985]; in merito alla specifica relazione tra disavanzo fiscale e cambio, contributi significativi sono quelli di Sachs e Wyplosz [1984] e Penati [1984]. Cfr. anche Phelps [1985] e Bini Smaghi [1985].

non tenere conto dell'orizzonte temporale nell'ambito del quale si esplicano gli effetti degli impulsi fiscali.

Su questa distinzione vorrei viceversa soffermarmi.

Nell'ipotesi di elevata sostituibilità tra attività interne ed estere, introducendo le aspettative sui movimenti del cambio deve essere soddisfatta la condizione di parità dei rendimenti attesi su titoli denominati in differenti valute:

$$[1] \quad r = r^* + \dot{s}/s$$

dove r e r^* indicano, rispettivamente, il tasso di interesse nominale interno e quello estero; $\dot{s}/s$ indica il deprezzamento atteso che ipotizzeremo uguale a quello realizzato.

Partendo da una situazione di equilibrio, in cui il saldo delle partite correnti è nullo, supponiamo di introdurre un aumento della spesa pubblica, finanziato attraverso emissione di titoli. Se l'incremento di spesa tende a riflettersi sul prodotto e l'eccesso di offerta di titoli provoca una spinta al rialzo del tasso d'interesse interno rispetto a quello estero si può determinare un *effetto di impatto* che implica: un afflusso di capitali per finanziare il disavanzo di parte corrente connesso con il maggiore assorbimento interno; un immediato apprezzamento del tasso di cambio, al fine di favorire la formazione di un disavanzo corrente, attraverso un effetto di competitività e aspettative di un futuro progressivo deprezzamento, tale da soddisfare la condizione [1] di parità dei rendimenti.

Man mano che le aspettative di deprezzamento del cambio vengono meno, il tasso di interesse interno ritorna comunque a coincidere con quello internazionale. Anche il reddito si riporta sui livelli di partenza; alla domanda in eccesso di beni provocata dallo stimolo fiscale si contrappone la contrazione della domanda estera. La configurazione di *breve periodo* è dunque caratterizzata da un reddito immutato rispetto al livello di partenza, da un trasferimento netto di risorse dal resto del mondo e da un livello del cambio reale superiore a quello iniziale, seppur al di sotto di quello raggiunto al momento di «impatto».

Passando ora a esaminare gli effetti di lungo periodo dell'espansione fiscale, diviene fondamentale considerare l'accumulo di indebitamento con l'estero determinato da persistenti disavanzi di parte corrente. Infatti, in ogni momento vale la relazione:

$$[2] \quad r^* D - B(\bar{y}, \bar{s}) = \dot{D}$$

dove D rappresenta lo stock di debito netto verso l'estero, B è la bilancia commerciale e i segni positivi o negativi sopra le variabili

reddito e cambio indicano i segni delle rispettive derivate parziali⁶. Nell'ipotesi che lo stock di attività finanziarie nette non sia tale da compensare con il proprio rendimento i disavanzi commerciali, questi ultimi spingono il paese in una posizione netta verso l'estero negativa; in tal caso, la condizione di equilibrio di lungo termine (bilancia corrente in pareggio, ossia $D = 0$) impone che la bilancia commerciale risulti in attivo per un ammontare pari ai pagamenti per interessi sul debito estero. Ciò a sua volta implica che, nell'equilibrio di lungo periodo, il cambio (reale) dipende dalla relazione [2], risultando quindi deprezzato, *ceteris paribus*, rispetto al suo livello iniziale.

Le sequenze appena descritte possono fornire ulteriori elementi per la comprensione di quanto è avvenuto negli ultimi cinque anni, in particolare con riferimento agli Stati Uniti. In base allo schema sopra delineato, durante tale periodo, si sarebbe rimasti nella fase di impatto, contraddistinta da ripetuti stimoli fiscali che hanno progressivamente spinto il dollaro verso l'alto. Da qualche mese, sarebbe poi iniziata la seconda fase, contraddistinta dallo scivolamento del dollaro. Secondo alcuni⁷, questo processo potrebbe portare ora a un forte e subitaneo deprezzamento del dollaro (*crash landing*). Peraltro, non è innanzitutto scontato che imporre la condizione di equilibrio delle partite correnti sia rappresentativo della situazione prospettica (a medio termine) degli Stati Uniti. Infatti, altri paesi possono essere disposti a (o addirittura desiderosi di) finanziare disavanzi correnti statunitensi e acquisire come contropartita attività finanziarie nei riguardi di tale paese. Ciò è particolarmente vero nel caso del Giappone che, sia per affermarsi come potenza economica anche sotto l'aspetto finanziario, sia per motivazioni di *life-cycle* internazionale⁸, può desiderare di operare un aggiustamento nel suo portafoglio nel senso di accrescere le attività finanziarie sull'estero.

Esiste un ulteriore elemento di complicazione dell'analisi che deve

⁶ La relazione [2] può anche esser espressa, in termini di rapporti al PIL, come segue:

$$[2'] \quad (r^* - g)d - b = d$$

dove g è il tasso di crescita del prodotto e d e b sono rispettivamente debito e saldo commerciale rispetto al prodotto. La [2'] pone immediatamente l'accento sulla sostenibilità in base all'evoluzione del rapporto debito estero/PIL.

⁷ Cfr. Marris [1985]. Un'analisi a mio parere più soddisfacente della svalutazione «probabile» del dollaro è contenuta in Krugman [1985].

⁸ Si osservi al riguardo che le riserve finanziarie degli enti di sicurezza sociale ammontano a circa il 40 per cento del PIL giapponese. È questo un indice della domanda di risparmio finanziario dell'economia giapponese, che è temporaneamente caratterizzata da una elevata quota di persone in età lavorativa, destinata a ridursi con il progressivo invecchiamento della popolazione.

esser introdotto per avere una visione più completa dei fenomeni intercorsi e delle prospettive. Oltre agli impulsi macroeconomici derivanti dai profondi mutamenti nell'orientamento fiscale, occorre esaminare le misure specifiche che hanno portato alle variazioni dei saldi complessivi, segnatamente negli Stati Uniti. Questa analisi consente di comprendere meglio i fattori che hanno concorso a determinare l'apparente paradosso di un prolungato apprezzamento nominale e reale della valuta statunitense, in presenza di un deficit corrente sempre più elevato.

Ove si condivida il giudizio secondo cui l'apprezzamento reale «spiegato» da un approccio Mundell-Fleming è solo temporaneo, non può risultare completamente soddisfacente considerare un periodo di cinque anni come successione cumulativa di brevi periodi.

Tradizionalmente, una combinazione di politiche «*tight money and easy fiscal*» comporta sì tassi di interesse elevati, ma anche bassi investimenti ed elevati consumi⁹. Lo spiazzamento degli investimenti riduce il tasso di crescita del sistema e, dinamicamente, rende più immediata l'esigenza dell'aggiustamento esterno.

Nel caso americano ciò non è avvenuto: il crescente disavanzo federale è stato accompagnato dall'intensificarsi del processo di accumulazione. Al riguardo è importante tener conto delle modalità dello stimolo fiscale operato negli Stati Uniti a partire dal 1981 con l'Economic Recovery Tax Act (ERTA). I tagli fiscali introdotti hanno determinato riduzioni significative delle aliquote sui redditi delle società derivanti da nuovi investimenti, consentendo in particolare aumenti negli ammortamenti deducibili, a fini fiscali, come costi. Si può stimare che il costo del nuovo capitale produttivo sia stato ridotto del 4 per cento, mentre quello delle nuove infrastrutture sia caduto di circa il 17 per cento [Johnson e Scanlon 1985].

Queste misure hanno interagito con la preesistente deducibilità degli interessi contribuendo a spiegare il boom degli investimenti, soprattutto nel settore immobiliare¹⁰.

La combinazione «*tight money-easy fiscal*» concretamente perseguita non ha dunque determinato una riduzione della quota di investimento. Al contrario, da un lato ha attratto capitali esteri, dall'altro ha consentito una ripresa dell'economia fondata proprio sugli investimenti. È questo, a mio avviso, un fattore rilevante per spiegare perché nel recente passato i mutamenti delle politiche fiscali hanno stimolato flussi di capitale *ex ante* e quindi movimenti nelle partite cor-

⁹ Cfr. ad esempio Samuelson [1970, 583-585].

¹⁰ Ad esempio, nel 1981 le deduzioni complessive di interessi negli Stati Uniti sono risultate pari a 104 miliardi di dollari, di cui circa 70 in relazione a mutui fondiari. Cfr. Cumming e Kubarych [1985].

renti e nei cambi, al di là di quanto potevano «spiegare» i modelli tradizionali.

5. Conclusioni

Le considerazioni svolte sottolineano la rilevanza delle politiche fiscali e delle interazioni delle stesse con quelle monetarie, alla luce del vincolo di bilancio del settore pubblico, per «spiegare» le distorsioni e gli squilibri nei pagamenti internazionali e nei cambi.

Sotto questo punto di vista, i cambi flessibili hanno svolto la funzione di conciliare le incoerenze esistenti al livello di politiche economiche complessive. La strada verso una maggiore stabilità dei cambi non può quindi non imperniarsi su un aggiustamento reciproco delle politiche.

In particolare, vi è ampia concordanza sul fatto che il deficit fiscale negli Stati Uniti deve essere gradualmente ricondotto sotto controllo. È evidente peraltro che a questa riduzione deve corrispondere un allentamento della restrizione fiscale nella Germania federale e in Giappone. Se le considerazioni sopra svolte sono valide una contrazione del deficit federale unilateralmente intrapresa negli Stati Uniti condurrebbe a un eccesso di risparmio mondiale *ex ante*: ai surplus correnti «desiderati» dal Giappone e dalla Germania federale non si contrapporrebbero corrispettivi deficit «desiderati» – o comunque consentiti – nel caso dei Pvs.

Il riaggiustamento tenderebbe ad avvenire con la manifestazione di forze recessive e un *crash landing* del dollaro, necessario per forzare attraverso un rapido adeguamento della competitività l'aggiustamento delle partite correnti negli Stati Uniti.

Vengo infine alle implicazioni delle precedenti considerazioni per l'evoluzione dei conti con l'estero nel nostro paese¹¹. Alla fine del 1985 un deficit corrente dell'ordine di 6 miliardi di dollari sospingerà la posizione finanziaria netta verso un saldo negativo pari a circa 30 miliardi di dollari. Nel 1986, nonostante un'evoluzione prospettica dei prezzi delle materie prime e del petrolio favorevole e nonostante una costellazione internazionale di saldi correnti che prevede deficit dell'ordine di 140 miliardi negli Stati Uniti e di 9 miliardi nei paesi in via di sviluppo esportatori di energia, lo scenario programmatico dell'economia italiana ipotizza un deficit corrente dell'ordine di 3-4 mi-

¹¹ Nello svolgere queste considerazioni ricordo le sollecitazioni e le argomentazioni che Giampiero Franco svolgeva per attirare l'attenzione sul problema del debito italiano: con visione anticipatrice lo considerava di egual peso rispetto a quello del debito pubblico interno.

liardi di dollari, pur in presenza di uno sviluppo del reddito reale relativamente ridotto – compreso tra il 2,5 e il 3 per cento – inferiore cioè a quello degli altri paesi industriali.

Nella sua estrema semplicità la relazione [2] sopra ricordata mostra che, per conseguire la condizione di equilibrio di lungo termine, ovvero una bilancia corrente in pareggio, il cambio reale dovrà essere tanto più deprezzato quanto più elevati sono il debito netto estero accumulato e il tasso d'interesse sul debito stesso. Alternativamente, occorre comprimere il reddito al di sotto del potenziale.

Nella realtà, non appena il tasso di crescita in Italia tende a sovravanzare quello medio dei paesi concorrenti, e segnatamente quello europeo, il vincolo dei pagamenti correnti costringe a politiche di contenimento della domanda [Faustini e Tresoldi 1984]. Peraltro, in prospettiva, la stessa soluzione del nodo della finanza pubblica richiede che il reddito possa crescere a un saggio superiore al tasso di rendimento delle attività finanziarie.

L'unica soluzione dinamica ai problemi sia del debito estero sia di quello interno è, a ben vedere, quella di assicurare un tasso di crescita del prodotto – e ancor più degli investimenti – superiore a quello medio delle attività finanziarie e quindi in particolare più elevato di quello medio europeo. Questo obiettivo è tra l'altro coerente con quelli di riassorbimento della disoccupazione e di riduzione degli squilibri regionali – all'interno del paese e tra l'Italia e i paesi europei più prosperi. È dunque necessario avviare un circolo virtuoso tra aumenti della produttività, della produzione e del salario reale.

Questo obiettivo deve peraltro esser vincolato all'equilibrio delle partite correnti. Temporanee eccezioni potrebbero essere consentite solo in presenza di un ritmo di accumulazione particolarmente elevato, in grado di far aumentare il ritmo di crescita sostenibile, ovvero la produttività per addetto.

Il problema della «competitività» dell'economia italiana appare, sotto questo aspetto dinamico, un nodo cruciale. È chiaro che «competitività» va intesa in senso lato, facendo riferimento all'insieme dei fattori che, per data evoluzione relativa della domanda, incidono sul saldo commerciale. In essa rientrano ad esempio incrementi dell'efficienza dei servizi prestati dall'operatore pubblico, ovvero modificazioni della struttura produttiva in grado di favorire l'*import-substitution*.

La stessa strategia di «rientro» fiscale basata sulla sinergia virtuosa di una riduzione del deficit al netto degli interessi e quindi del tasso di interesse reale richiede, a ben vedere, la possibilità, in prospettiva, di assicurare una crescita relativamente sostenuta e comunque sostenibile dell'economia. D'altra parte, la riduzione del fabbisogno pubblico in rapporto al PIL contribuirebbe di per sé al migliora-

mento della posizione esterna, a conferma dell'intreccio tra i due fattori di fondo di squilibrio nell'economia italiana.

Anche in questo caso, come in quello del debito interno, solo un'analisi dinamica delle interazioni tra stock e flussi consente di individuare risposte corrette¹².

Ovviamente, il nodo competitivo può essere, in linea teorica, sciolto o contenendo la dinamica relativa dei costi interni per cambio nominale dato, ovvero facendo operare il cambio nominale come strumento di riequilibrio.

Altrettanto ovvia, a parere di chi scrive, è la risposta sulla strada che occorre percorrere. Non si possono al riguardo non sottolineare i vantaggi che si otterrebbero, in presenza di aumenti dei costi degli input esteri vicini allo zero, quali si profilano per il 1986, se si fosse in grado di comprimere rapidamente gli aumenti nominali dei redditi cui si contrappone l'inflazione attesa. La eliminazione di questa componente spuria dei redditi consentirebbe di avviare a soluzione il nodo della competitività per cambio nominale dato, innescando un circolo virtuoso di crescita senza inflazione. Sotto questo profilo, gli indirizzi delle recenti trattative sulla revisione dei meccanismi di formazione dei salari sembrano rappresentare un'occasione mancata.

Riferimenti bibliografici

- Andreatta N. e D'Adda C. (1985), *Effetti reali e nominali della svalutazione? Una riflessione sull'esperienza italiana dopo il primo shock petrolifero*, in «Politica Economica», 1.
- Bini Smaghi L. (1985), *La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e il tasso di cambio del dollaro: recente evoluzione e analisi delle principali conclusioni*, dattiloscritto.
- Branson H.W. e Buiter H. (1983), *Monetary and Fiscal Policy with Flexible Exchange Rates*, in *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, a cura di Bhandari e Putnam, Cambridge, Mass., MIT Press.
- Cumming C. e Kubarych R. (1985), *The Economic Effects of the Tax Deductibility of Interest*, in *Nominal and Real Interest Rates: Determinants and Influences*, Basle, BIs.
- Dini L. (1984), *The Changing International Monetary System*, trad. it. in «Bollettino Economico», Banca d'Italia, ottobre.
- Faustini G. e Tresoldi C. (1984), *Alcuni possibili scenari per l'economia italiana nella seconda metà degli anni '80* (in particolare paragrafo 4.1), in *L'equilibrio nei conti con l'estero*, in «Moneta e Credito», 148.

¹² Da questo punto di vista richiamo l'attenzione sul *Comment* di Spaventa [1985] al *Paper* di Andreatta e D'Adda [1985].

- Frenkel J.A. e Mussa M.L. (1985), *Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments*, in *Handbook of International Gruppo Economics*, a cura di R.W. Jones e P.B. Kenen, Amsterdam, North Holland.
- Gruppo dei Dieci (1985), *Il funzionamento del sistema monetario internazionale. Rapporto dei Supplenti ai Ministri e ai Governatori*, in Ministero del Tesoro [1985].
- Gruppo dei Ventiquattro (1985), *The Functioning and Improvement of the International Monetary System*, Washington, D.C.
- Johnson K. e Scanlon M. (1985), *Behaviour of US Interest Rates and Implications for Economic Activity*, in *Nominal and Real Interest Rates: Determinants and Influences*, Basle, Bis.
- Krugman P.R. (1985), *Is the Strong Dollar Sustainable?*, in NBER Working Paper, 1644, Cambridge, Mass.
- Marris S. (1985), *Deficit and the Dollar: the World Economy at Risk*, Washington, D.C., Institute for International Economics, lavoro predisposto per il Gruppo dei Trenta.
- Masera R.S. (1985), *Some Flow-of-Funds Considerations on World Financial Relationships*, dattiloscritto.
- Masera R.S. e Sarcinelli M. (1984), *Il rafforzamento della sorveglianza multilaterale*, Policy paper dei supplenti italiani del G-10, pubblicato in Ministero del Tesoro [1985].
- McKinnon R. (1984), *An International Standard Monetary Stabilization*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Ministero del Tesoro (1985), *Il Gruppo dei Dieci e il miglioramento del sistema monetario internazionale. Il contributo italiano*, Roma, Istituto poligrafico e Zecca dello Stato.
- Mundell R.A. (1963), *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, in «Canadian Journal of Economics and Political Science», ristampato in R.A. Mundell, *International Economics*, 1968, New York, Macmillan.
- Penati A. (1984), *Expansionary Fiscal Policy and the Exchange Rate. A Review*, in «IMF Staff Papers».
- Phelps E. (1985), *The Significance of Customer Markets*, Stockholm, Institute of International Economics.
- Sachs J. e Wyplosz C. (1984), *Real Exchange Rate Effects of Fiscal Policy*, in NBER Working Paper 1255, Cambridge, Mass.
- Samuelson P.A. (1970), *Economics*, McGraw-Hill, Inc.
- Sarcinelli M. (1985), *Lo SME e il sistema monetario internazionale: verso una maggiore stabilità*, dattiloscritto, Roma, ottobre.
- Spaventa L. (1985), *Effetti reali e nominali della svalutazione? Un commento*, dattiloscritto di commento al lavoro di Andreatta e D'Adda [1985].