

# Dinamica e imbrigliamento nella generazione della domanda mondiale \*

## 1. Introduzione

Le forze che agiscono sulla generazione del reddito mondiale dal lato della domanda possono essere analizzate con riferimento al determinarsi delle posizioni di *stock* e di flusso degli operatori e alle reazioni di spesa che ne derivano. Quelle reazioni, interagendo continuamente tra loro, danno luogo al flusso di fondi effettivamente realizzato.

Il flusso dei fondi dell'economia internazionale è al centro dell'attenzione in questo lavoro. Partendo da esso mi propongo di individuare alcune delle forze macroeconomiche che governano il soddisfacimento delle identità contabili e di mettere a fuoco le sequenze di aggiustamento che possono spiegare sia l'indebolimento sia il comportamento ciclico che il tasso di crescita della domanda e della produzione mondiale hanno presentato a partire dagli anni '70.<sup>1</sup>

In questo saggio sostengo che, a partire dall'inizio degli anni '70, l'economia internazionale ha oscillato tra due distinte strutture del flusso dei fondi, una riflessa nelle fasi ascendenti del ciclo, l'altra nelle fasi discendenti. Sebbene in modi differenti, in entrambi i casi l'economia internazionale ha risentito della scomparsa di alcune "valvole di sicurezza" che negli anni cinquanta e sessanta avevano consentito alle incompatibilità *ex ante* di risolversi senza ostacolare la generazione e la trasmissione della crescita produttiva e del reddito.

---

\* Il presente lavoro, unitamente ai saggi ad esso connessi BIASCO (1985; 1987), è parte di un progetto di ricerca finanziato dal C.N.R. nell'ambito del Progetto Finalizzato "Economia". Desidero ringraziare G. Giovannetti, P. C. Padoan e V. Termini per proficui commenti a una precedente versione del saggio.

<sup>1</sup> Le identità *ex post* nella struttura dei flussi sono una sintesi (instabile) di vari fattori: in particolare, di interazioni reali e finanziarie e di aggiustamenti intenzionali e inintenzionali, che risultano da variazioni di prezzi e/o quantità, e dalla predominanza di reazioni di *stock* su reazioni di flusso o viceversa.

Il riferimento è a fatti stilizzati, e quindi alle similitudini nella struttura dei flussi e nei corrispondenti problemi di aggiustamento che si ripresentano nel ciclo. Ma ciò non implica che i processi e le condizioni iniziali si siano riprodotte in forma identica dopo un ciclo completo, e non legittima di conseguenza l'uso di un unico modello che presenti in forma standardizzata le reazioni, i vincoli e la formazione delle aspettative. La generazione del reddito in un processo di disequilibrio non ha sviluppi deterministici; in quel processo noi possiamo solo individuare quali incongruenze *ex ante* esistano nei piani e nelle azioni degli operatori, dove tali incongruenze siano assorbite, e quale ventaglio di possibili reazioni ne possa scaturire. Dall'impatto iniziale che genera la risoluzione di condizioni di incompatibilità è analiticamente illegittimo inferire — come ci ammonisce Lindahl — una dinamica completa di lungo periodo e, soprattutto, una dinamica a parametri e comportamenti costanti.<sup>2</sup>

Questa visione analitica porta ad un procedimento "fase per fase" tendente ad analizzare le specifiche fonti di disequilibrio e i processi conseguenti nelle singole fasi separatamente.

Malgrado l'assenza di analisi formale,<sup>3</sup> il procedimento non impedisce di presentare un quadro analitico compatto e unitario, al cui interno è possibile descrivere una sorta di ciclo finanziario e seguire i mutamenti del sistema internazionale, dando attenzione a un ventaglio limitato di informazioni statistiche.<sup>4</sup>

«L'interesse del sistema (del flusso dei fondi) non è nella descrizione qualitativa degli squilibri e del loro finanziamento; è piuttosto nella

<sup>2</sup> In un processo di disequilibrio non possiamo sapere in che modo le aspettative non realizzate, dovute a risultati inintenzionali, mutino i piani e le reazioni degli operatori e quale tipo di ulteriori incompatibilità questi mutamenti introducano nel quadro. «Soltanto se le anticipazioni si rivelano corrette e i criteri di valutazione rimangono inalterati i piani originali mantengono la loro rilevanza nei periodi successivi». (LINDAHL 1939, pag. 44). «A rigore, però, soltanto nel periodo iniziale questi schemi teorici [di generazione del reddito] sono particolarmente interessanti, poiché difficilmente si può supporre che un modello resti invariato durante qualsiasi periodo di tempo... Dovremo avvicinarci il più possibile alle condizioni reali modificando via via, opportunamente, le premesse e conseguentemente i modelli» (LINDAHL 1953, pag. 18). Questa posizione analitica è comune a tutta la Scuola di Stoccolma; si veda in particolare MYRDAL (1939) e LUNDBERG (1936). Sul metodo sequenziale della Scuola Svedese si veda HICKS (1979), TERMINI (1981), HANSSON (1982), e CILIO (1984).

<sup>3</sup> Nel contesto in cui mi pongo, uno svolgimento per notazioni formali comporterebbe complessità di procedimento tali da rendere scarsamente fruibile il saggio; per semplicità di trattazione, l'impostazione che ne deriverebbe viene lasciata all'intuito del lettore specializzato.

<sup>4</sup> L'interpretazione degli eventi può essere condotta senza che per gli aggregati selezionati si possa fare riferimento a valori statistici del tutto attendibili. Va, però, sottolineato che sono qui interessato solo alla direzione in cui gli aggregati mutano nel corso del tempo, e talvolta al fatto che il loro valore assoluto sia positivo o negativo. Questo tipo di informazione statistica è sufficientemente affidabile.

presentazione delle interrelazioni dinamiche che legano le variazioni nelle varie voci» (Duesenberry, 1962, pag. 83).<sup>5</sup>

Qui mi concentrerò sul *tipo* di catene causali che informano nelle differenti fasi queste "interrelazioni dinamiche", senza necessariamente entrare nello svolgimento completo dei singoli rimandi. I legami causali sono caratterizzati dal modo in cui le variazioni autonome e le variazioni indotte degli aggregati interagiscono; possono, quindi, procedere con differenti sequenze, riproposte, per comodità di lettura, nel Quadro Riassuntivo A. 1) Le variazioni autonome nelle variabili reali possono indurre variazioni nelle variabili finanziarie che sono di carattere accomodante. 2) Il processo può andare nella stessa direzione e può non trovare un accomodamento nelle variabili finanziarie, costringendo in tal modo il settore reale ad allontanarsi dai valori *ex ante*, in un processo di rimandi reciproci tra il sistema finanziario e quello di generazione del reddito e della spesa. 3) La causazione può andare in modo inverso quando l'impulso autonomo iniziale viene dal settore finanziario e trova accomodamento in variazioni che riguardano il settore reale. 4) La stessa causazione, tuttavia, può non trovare una risposta compensativa nel settore reale, nel qual caso la catena si allunga per continuare con processi o del tipo 1 o del tipo 2. 5) Variazioni nelle variabili reali possono avere determinanti finanziarie quando le decisioni sono influenzate da considerazioni di bilancio patrimoniale degli operatori e da altre rilevanti variabili finanziarie.

Nell'economia internazionale, sequenze del tipo 3 e 4 sono state analizzate come problemi di trasferimento. Esse vanno tenute distinte da condizioni del tipo 5, nelle quali il settore reale rimane il settore che dà inizio autonomo al processo, anche se la forza degli impulsi che genera è influenzata da caratteristiche finanziarie endogene.<sup>6</sup>

Il tipo di legami causali dominante in ogni periodo specifico definisce le caratteristiche del processo dinamico di quel periodo. Dall'interno del processo può alla lunga svilupparsi il predominio di qualche altro legame causale, provocando così un mutamento nella struttura *ex ante* ed *ex post* dei flussi e nella natura dell'aggiustamento.

Poiché il modo in cui i circuiti finanziari intersecano quelli reali da un punto di vista *ex ante* ha diretta influenza sulla domanda, il lato di osservazione del sistema è necessariamente orientato su quest'ultima. In generale, ogni tensione nei fattori che mantengono coeso il sistema

<sup>5</sup> Si veda anche BOSWORTH-DUSENBERRY (1973).

<sup>6</sup> Notiamo incidentalmente che il ciclo finanziario (di un'economia chiusa) è stato soprattutto studiato nel contesto della sequenza 5, anche se un processo del tipo 2 appare in MINSKY (1957).

mondiale si fa sentire principalmente sulla domanda, la quale esercita un impatto uniforme su tutti i paesi componenti.

Questo punto di vista lascia i fattori di offerta solo nel sottofondo, ma è già in sé sufficiente a dar conto dell'insoddisfacente tendenza del reddito a crescere e dell'andamento ciclico assunto da tale crescita. Non sarebbe d'altro canto possibile produrre una spiegazione altrettanto autosufficiente procedendo in ordine inverso. Quando i fattori di lungo periodo che agiscono (indipendentemente dalla domanda) nelle singole economie sulla propensione a produrre e ad espandere la capacità produttiva sono visti come una forza autonoma che sta dietro agli eventi degli anni recenti (mentre la domanda aggregata è lasciata nel sottofondo come conseguenza di tali fattori), non si è in grado di spiegare i frequenti mutamenti di scena che si sono verificati nei processi internazionali. In questo procedimento si può solo enucleare una lista di influenze sull'offerta, le quali, però, da sole non consentono di spiegare alcun meccanismo di connessione nell'economia mondiale. In assenza di ciò, si finisce per considerare il sistema internazionale come la somma delle singole economie. Ma la straordinaria coincidenza negli alti e bassi della produzione nei vari paesi non può certo essere attribuita a coincidenze e uniformità nell'azione dei fattori autonomi di offerta.

L'ottica qui seguita consente, invece, di percepire il sistema come un tutto indistinguibile dalle sue parti e di concentrarsi sulla trama delle interconnessioni che lo percorrono. Questa trama può presentarsi con caratteristiche coordinate, le quali liberano le forze che spingono per una ininterrotta espansione nella generazione del reddito e della domanda; ma può anche assumere caratteristiche anarchiche che, in un mercato con centri decisionali numerosi e indipendenti, tengono a freno quelle forze. Sosterrò in questo caso che sono in azione "fenomeni di imbrigliamento".<sup>7</sup>

Un sistema internazionale può incorrere in questi fenomeni a causa di fattori preesistenti (che si originano in qualche interazione reale-finanziaria), i quali danno luogo a risposte perverse. Tali esiti non sono risolti spontaneamente, perché sono bloccati dall'interdipendenza reciproca degli agenti economici e perché si rafforzano su se stessi. È ovvio che, quando si producono, questi "fenomeni di imbrigliamento" non sono senza conseguenze: riappare il ciclo internazionale, il ritmo degli investimenti rallenta, la crescita decelera e il tutto si avvita su se stesso.

<sup>7</sup> Li chiamerò anche "fenomeni di incapsulamento" in omaggio alla terminologia introdotta da FRISCH (1934). Frisch si riferiva a processi con un'inerente inclinazione deflazionistica, a causa di alcune specifiche caratteristiche da lui analizzate. Qui il termine si riferisce alle conseguenze avverse di quelle sequenze del Quadro A che sono prive di accomodamento, e che impediscono al processo di crescita della domanda di acquistare slancio.

Molte determinanti che agiscono sull'offerta effettiva e potenziale vengono allora influenzate negativamente e danno l'impressione di essere cause indipendenti.

In questo lavoro mi concentrerò sulle relazioni che hanno influenzato la parte industriale del mondo, vedendole in un approccio sistemico che si estende all'intera rete di connessioni mondiali.

Il piano del saggio è il seguente. Nella sezione 2 viene discusso ciò che è analiticamente rilevante, in relazione ai problemi degli anni settanta e ottanta, nei lavori pionieristici degli anni trenta e quaranta sulle "interconnessioni del commercio e finanza mondiale" ("network of world trade"). Nella stessa sezione sono presentati i fatti in modo schematizzato. Nella sezione 3 vengono discusse le "valvole di sicurezza" che hanno operato nei due decenni e mezzo successivi alla seconda guerra mondiale e che hanno impedito alle incompatibilità *ex ante* di produrre tendenze deflattive. Questa discussione ci aiuterà, nelle sezioni 4-6, a spiegare "ciò che non ha funzionato" negli anni più recenti.

## 2. Alcuni argomenti preliminari

Nella letteratura economica troviamo esempi interessanti di come si possano esplorare le proprietà *ex post* del sistema multilaterale per risalire ai processi presenti nell'economia internazionale e alle condizioni che influiscono sulla loro stabilità. Alcuni studi prodotti dalla Lega delle Nazioni durante gli anni trenta e quaranta<sup>8</sup> mostrano quale tipo di coerenza governasse il meccanismo multilaterale di commercio e finanza antecedentemente alla prima guerra mondiale, per ricostruire, con riferimento ad esso, quale destrutturizzazione generò la crisi del periodo tra le due guerre.

L'attenzione analitica si focalizza sulla regolazione *ex post* degli squilibri bilaterali. Quando questi ultimi non possono essere eliminati completamente attraverso il sistema multilaterale, i circuiti commerciali non si chiudono in modo completo. In tal caso, «possiamo ordinare i

<sup>8</sup> Si veda in particolar modo LEAGUE OF NATIONS (1942). Allo stesso filone appartengono i lavori di HILDGERT (1944) — egli stesso un economista della Lega delle Nazioni — e EKKER (1950). Costoro furono fortemente influenzati da Frisch, che a quel tempo lavorava alla Lega delle Nazioni.

paesi in modo tale che tutti i surplus bilaterali vadano nello schema in un'unica direzione di flussi; in altre parole, in modo tale che ciascun paese abbia un eccesso di importazioni soltanto con i paesi che lo precedono nella sequenza, ed un eccesso di esportazioni soltanto con i paesi che lo seguono» (Ekker, 1950, pag. 208).

Qui ci interessano soprattutto due conseguenze concettuali di questo punto: (i) l'importanza del ruolo di pura intermediazione che, su base consolidata, alcune regioni (o paesi) hanno nelle sequenze sia commerciali che finanziarie; (ii) l'implicazione che un circuito finanziario di trasferimenti di natura compensativa debba corrispondere al circuito commerciale in modo altrettanto unidirezionale e in ordine invertito. *Ex post* ciò deve avvenire necessariamente, ma può non avvenire *ex ante*.<sup>9</sup> Anche se in questo tipo di letteratura il sistema internazionale è esaminato da un angolo che dà enfasi a sequenze causali del tipo 1 e 3 (del Quadro A), relazioni del tipo 2 e 4 sono presenti nell'analisi come possibilità implicita (che spesso si realizza).

Frisch (1934) ha affrontato l'instabilità del sistema internazionale da un angolo che dà risalto alle relazioni del tipo 5. Ponendo l'accento sul comportamento di spesa derivante dallo *stock* di debiti e crediti determinati endogenamente, egli conclude: «Nell'attuale sistema, leggi economiche cieche creano, sotto certe circostanze, una situazione in cui i vari gruppi sono spinti a *minare le posizioni reciproche*. Ciascun gruppo è spinto a decurtare l'uso dei beni prodotti e dei servizi resi dagli altri gruppi; il che, a sua volta, causa una ulteriore contrazione della domanda per i suoi stessi prodotti e così via. Questo insensato circolo vizioso è ciò che io intendo come fenomeno di incapsulamento» (corsivo nel testo, pag. 259).

Anche se originariamente basato su una visione piuttosto meccanicistica del comportamento economico, il concetto di incapsulamento dell'economia mondiale può essere riferito a fenomeni che nascono dalla mancanza di coordinamento *ex ante* nel mercato. Io userò il

<sup>9</sup> Questo gruppo di economisti era consapevole del punto. «L'inserimento di ogni nuova forza nel complesso meccanismo, se non è di natura compensativa, non può che rendere il meccanismo più instabile» (LEAGUE OF NATIONS, *cit.*, pag. 80). Allo stesso ordine di problemi appartiene anche il concetto di asimmetria (*skewness*) della matrice dei saldi commerciali, elaborato da FRISCH (1947). Egli è esplicito su questo punto: «L'asimmetria è un'espressione dei trasferimenti liquidi o del prestito internazionale che si rende necessario. Se l'asimmetria commerciale non è compensata in un periodo ragionevole di tempo da movimenti in direzione opposta, ha via libera un accumulato di tensioni che, attraverso il sistema del credito, intensificano le difficoltà» (pag. 543).

termine di "incapsulamento" (o "imbrigliamento") col significato esteso che ho dato ad esso nell'introduzione.<sup>10</sup>

Le tavole 1 e 2 mostrano due strutture base di flussi che prenderò come riferimento per esaminare gli impulsi ciclici trasmessi alla crescita della produzione e del reddito mondiale attraverso il sistema finanziario. La prima di queste strutture è derivata da una schematizzazione dei flussi *ex post* che si presentano in maniera ripetuta dall'inizio degli anni cinquanta fin verso la fine degli anni sessanta. Ovviamente si riferisce ad una struttura tipica dei flussi e non pretende di valere come descrizione anno per anno.<sup>11</sup> Dopo tale periodo, le strutture di flussi che riguardano i periodi di crescita relativamente più rapida — nel 1970-73, 1976 1/2-1979 1/2 e 1983 1/2 fino al momento attuale — rassomigliano a quella della tavola 1 in molti rispetti.<sup>12</sup> Le differenze che appaiono in questi periodi verranno segnalate, ma, per ragioni di semplicità, le tavole rilevanti verranno omesse, mantenendo così il riferimento alla tavola 1.

La tavola 2 si riferisce al periodo 1974-1976 1/2, che è un periodo di più lenta crescita, o meglio di ristagno. La tavola per il periodo 1979 1/2-1982 rassomiglia alla tavola 2 (ma, di nuovo, non appare nel testo).

Le principali caratteristiche di queste tavole saranno discusse più avanti. Allo scopo di semplificare le relazioni, ho considerato soltanto tre regioni: gli Stati Uniti, Altri Paesi Industrializzati (A.P.I.),<sup>13</sup> e il Resto del Mondo (R.d.M.). Quando la dinamica non può essere inquadrata senza riferimento al funzionamento dei processi all'interno di una di queste regioni, sarà operata una distinzione tra singoli paesi e gruppi di paesi che appartengono alla regione in questione.

Vi è un uso abbastanza libero di zeri nelle tabelle per indicare flussi netti deboli o non importanti per spiegare i fenomeni in esame. In prima approssimazione, un flusso zero indica anche un ruolo di intermediazione giocato dall'area in questione, con flussi in entrata uguali a quelli in uscita, o entrate uguali a pagamenti.

<sup>10</sup> Dopo aver esaminato i meriti di un tipico problema alla Frisch, riferito al coordinamento *ex ante* nell'aggiustamento degli squilibri commerciali, GOODWIN (1983) conclude: «Per molti aspetti, l'attuale situazione internazionale è analoga a quella pre-keynesiana degli anni '30... Ciascun governo cerca di risolvere i suoi problemi prendendo il resto del mondo come dato, il che semplicemente si risolve in risposte sbagliate» (pag. 43). Per quanto incontestabile, questa è soltanto una parte della storia: questo genere di comportamento dei governi non era meno pronunciato negli anni cinquanta e sessanta rispetto agli anni settanta; ciononostante il risultato non fu identico.

<sup>11</sup> Il periodo non è stato ulteriormente suddiviso perché un'analisi dei corrispondenti sottoperiodi non ha interesse per gli argomenti di questo saggio.

<sup>12</sup> Deve essere sottolineato che la nozione "1/2" è usata per indicare eventi che iniziano o finiscono in ogni momento dell'anno, e non specificamente intorno a metà anno.

<sup>13</sup> Questo aggregato corrisponde ai paesi dell'OCSE, ad eccezione degli Stati Uniti e dei paesi membri del Mediterraneo sudorientale.

La divisione del conto corrente tra le linee 1 e 2, che risale a Machlup (1968),<sup>14</sup> è fatta allo scopo di distinguere tra problemi che riguardano la produzione e il trasferimento reale di beni e servizi da un paese all'altro e problemi di natura finanziaria.

La riga 1 aggrega i saldi degli operatori residenti (pubblici e privati di ciascuna area) e mostra la controparte nelle transazioni finanziarie (o assimilabili) dell'area. Mi riferirò alle risultanze della riga 1 come se dipendessero soltanto dal comportamento delle autorità economiche, implicando in tal modo che la spesa del settore privato si sia conformata alle indicazioni di politica economica; o che le autorità economiche siano in ogni caso responsabili per questi saldi avendo a disposizione gli strumenti di politica economica per correggerli. Le reazioni implicate dalla riga 1 si riferiscono così soltanto a risposte di politica economica.

Questa restrizione non è mantenuta per il settore finanziario, e quindi le posizioni private e pubbliche devono essere distinte. Invece, nessuna distinzione tra detenzione di differenti tipi di attività di credito e di debito viene messa in evidenza.

Poiché le congetture sul tipo di reazioni e di aggiustamenti che si verificano tendono a dare una spiegazione degli alti e bassi del tasso di crescita della domanda mondiale, i temi trattati sono sempre riferiti — anche se solo implicitamente — al contesto della matrice del “moltiplicatore mondiale” di Goodwin (1983).<sup>15</sup> Qui si vogliono mettere a fuoco le caratteristiche qualitative delle relazioni dinamiche; ciò vuol dire che il processo moltiplicativo, a cui conducono implicitamente tutti gli aspetti esaminati in questo articolo, deve essere pensato come un processo continuo con iniezioni originali di domanda endogenamente determinate in reazione agli andamenti che le variabili assumono nel corso stesso del suo svolgimento. Questi andamenti riguardano i saldi reali e quelli finanziari o altre variabili influenzate da condizioni di aggiustamento (tassi d'interesse, prezzi e tassi di cambio).

Come prima approssimazione, ci possiamo riferire ad un meccanismo semplificato quale il circolo di domanda internazionale visualizzato nella figura del Quadro B, una sorta di processo moltiplicatore-acceleratore che è stato decisivo nello scatenare fattori di offerta,

<sup>14</sup> Per le voci che sono incluse nei due aggregati si veda la nota in fondo alle tavole.

<sup>15</sup> Il contesto in cui Goodwin presenta questo strumento analitico è formale e statico. A pagg. 38-39 egli dà, però, un'idea di come il “moltiplicatore del commercio mondiale” può essere usato per esplorare alcune relazioni dinamiche (pur se deterministiche), legando le variazioni della spesa autonoma ai *surplus* e *deficit* commerciali.

rimuovere incertezza sul futuro, rendere le economie di mercato inclini all'investimento, in un processo che si autoconvalidava. Qui sono principalmente interessato agli aspetti *ex ante* di tale figura. I fattori permissivi sono al centro dell'attenzione: quelli che hanno tenuto in vita il circolo, e gli sviluppi successivi che lo hanno “imbrigliato”, saranno esaminati nello sfondo del flusso dei fondi dell'economia internazionale, al quale mi sono in precedenza riferito.<sup>16</sup>

### 3. L'età dell'oro degli anni cinquanta e sessanta

In forma stilizzata il flusso dei fondi degli anni cinquanta e sessanta è disegnato nella tavola 1. Da un punto di vista *ex ante* non vi è dubbio che gli USA e gli altri paesi industrializzati nel loro complesso mirassero a realizzare nella riga 1 un attivo (in conto merci e servizi) superiore a quello effettivamente realizzato.

Per gli USA, nella colonna 1, un più elevato attivo nelle merci e servizi avrebbe consentito la compensazione del flusso netto dei trasferimenti finanziari e di altra natura al resto del mondo (in casella 4) che il paese stava effettuando in quegli anni. La situazione esterna degli USA si presentava come un caso di *transfer gap* nel senso in cui Machlup (1968) l'ha analizzato.

I trasferimenti nella casella 4 sono forse il miglior punto di partenza nella lettura dell'intero quadro. I deflussi netti erano, in un certo senso, strutturali; essi erano il riflesso diretto della posizione egemone degli USA da un punto di vista economico, politico e militare, e della necessità di un consolidamento e difesa di quel ruolo.<sup>17</sup>

I flussi si rivolgevano in parte verso i paesi industrializzati (casella 5) i quali, però, non svolgevano che funzioni di intermediazione, pareggiando sostanzialmente le uscite (soprattutto sotto forma di crediti e aiuti condizionati) con le entrate (investimenti diretti). Su base consolidata, i flussi della casella 4 finivano tutti nel Resto del Mondo (casella 6).

<sup>16</sup> La figura del Quadro B non si riferisce ai paesi in via di sviluppo (e, per ragioni opposte, non si riferisce neppure agli Stati Uniti). Il ruolo del Resto del Mondo come generatore della domanda è ovviamente secondario, ma non è affatto secondario il posto che quest'area ha occupato nella struttura e “organizzazione” del commercio (nel senso di HILDGERT, 1944; e nella LEAGUE OF NATIONS, 1942) nel sistema multilaterale.

<sup>17</sup> Su questo argomento esiste un'ampia letteratura; per riferimenti ad essa si può rinviare a YEAGER (1976).

Per gli USA, una compensazione completa dei trasferimenti finanziari di natura strutturale avrebbe comportato pagamenti dello stesso ammontare in esportazioni nette di merci e servizi; in pratica, un maggior reddito rispetto all'assorbimento interno o con minor assorbimento rispetto al reddito (o tutti e due). Sulla strada che avrebbe condotto a questo risultato si frapponevano non solo ostacoli interni, ma anche gli obiettivi degli altri paesi industrializzati. Per questi ultimi l'attivo *ex ante* perseguito (nella casella 2) corrispondeva a criteri dettati dalla logica interna del loro sviluppo.

Era la crescita delle esportazioni ad assicurare per questi paesi la continua crescita del prodotto potenziale. Ciò sia perché le esportazioni stesse erano collocate in settori ad elevata crescita della produttività, sia soprattutto perché l'allentamento del vincolo estero consentiva alla politica economica di evitare frequenti interventi volti a frenare la crescita, creando aspettative e realizzazioni di elevati incrementi della domanda, e quindi un clima favorevole all'investimento.<sup>18</sup> All'interno di questo processo, si determinava una elevata crescita della produttività, e, finché ciò si verificava, era possibile assorbire senza inflazione incrementi salariali rapidi e rafforzare — in circolo — le capacità esportative del paese.<sup>19</sup> Si trattava di un meccanismo coerente, perché l'accrescimento della produttività creava esso stesso le premesse perché gli incrementi di offerta potenziali a cui dava luogo divenissero effettivi; il che avveniva attraverso l'assorbimento di nuove esportazioni e altre reazioni di domanda interna che si creavano in conseguenza delle esportazioni. Quando si verificava, un processo del genere era un processo virtuoso.<sup>20</sup>

<sup>18</sup> La letteratura sullo sviluppo guidato dalle esportazioni è qui data per nota. Il lettore può riferirsi alla sintesi fattane da BECKERMAN (1965). I principali articoli sull'argomento sono di BECKERMAN (1962), LAMFALUSSY (1963) e GRAZIANI (1969).

<sup>19</sup> Aspetti di offerta erano presenti nel sottofondo di questo circolo ed erano importanti. Ma, se il meccanismo in figura nel Quadro B non avesse mantenuto la sua continuità e coerenza, il loro effetto non avrebbe potuto produrre da solo una fase di crescita così intensa e prolungata come quella sperimentata allora dal mondo industriale.

<sup>20</sup> La risposta della capacità produttiva alla pressione della domanda dipende in modo cruciale dalla continuità di tale pressione e da aspettative che la proiettano con ragionevole certezza nel futuro. Una pressione che fosse venuta da una diversa composizione della domanda interna non avrebbe potuto assicurare lo stesso risultato in termini di espansione della capacità produttiva, a causa dei vincoli esterni che la politica economica avrebbe finito per incontrare. Gran parte della letteratura sullo sviluppo trainato sulle esportazioni non specifica il legame attraverso il quale l'incremento delle esportazioni influenza l'offerta potenziale ed effettiva. Il ruolo intermedio giocato per un verso dallo spazio esistente per seguire politiche accomodanti verso l'espansione della produzione e, per un altro verso, dalla conseguente convalida delle aspettative sulla domanda è esplicito in KALDOR (1966, 1971).

Il perseguimento di un modello di questo tipo o la protezione ad esso accordata non escludeva temporanee difficoltà dal lato dei pagamenti e della competitività. Ma era decisivo che qualsiasi intralcio in quel processo risultasse solo passeggero e fosse superato tempestivamente da un incremento di esportazioni che riattivasse il processo. La vera condizione per garantire il mantenimento del circolo virtuoso di un paese era che non si determinasse un vincolo estero *ricorrente* dei pagamenti e non vi fosse impiego ripetuto di politiche deflative. In caso contrario, il circolo virtuoso si sarebbe trasformato in circolo vizioso. La logica di questo tipo di crescita spiega gli obiettivi *ex ante* della casella 2.

Gli obiettivi *ex ante* delle caselle 1 e 2 avrebbero potuto essere conciliati solo da passivi della stessa dimensione complessiva nella casella 3. Questi passivi, però, non erano, in confronto, molto elevati, poiché potevano essere sostenuti solo col potere d'acquisto consentito da entrate nette di capitali (l'entità dei flussi della casella 6 limitava e condizionava i flussi della casella 3). *Ex ante*, i paesi del resto del mondo avrebbero accettato senz'altro trasferimenti finanziari (e reali) maggiori di quelli che si determinavano effettivamente. Se ciò non è avvenuto, la spiegazione va cercata nella disposizione dei paesi trasferenti e — come rovescio della medaglia — nella sempre maggiore difficoltà dei paesi riceventi a tradurre gli afflussi finanziari in merci e servizi e non in trasferimenti finanziari di segno opposto (servizio del debito, profitti espatriati, fughe di capitali).

In definitiva, l'ammontare limitato dei *deficit* della casella 3 comportava che gli USA e/o i paesi industrializzati nel loro complesso (e, quindi, qualcuno di essi all'interno del gruppo) non soddisfacessero gli obiettivi di politica economica.

Le vie percorribili per allentare la rigidità del quadro non erano molte.

Una maggiore compensazione dei trasferimenti strutturali statunitensi attraverso più alti attivi su merci e servizi non avrebbe raggiunto comunque le sue finalità senza la collaborazione dei paesi industriali, che avrebbero dovuto accettare (come esito collettivo) la riduzione del proprio *surplus* commerciale. Era improbabile che quest'ultimi avrebbero accettato di congestionare il proprio mercato del lavoro per questo scopo.

La via finanziaria al riequilibrio dei pagamenti USA — una riduzione dei trasferimenti netti — avrebbe d'altro canto creato problemi per l'economia internazionale ed era in partenza inaccettabile per gli Stati Uniti, poiché avrebbe compromesso i loro obiettivi economici

politici e militari. Indipendentemente da ciò, difficilmente avrebbe lasciato immutati i trasferimenti reali.<sup>21</sup>

Se per gli USA il riequilibrio dipendeva essenzialmente da variazioni nella parte reale, per gli A.P.I. il soddisfacimento simultaneo degli obiettivi *ex ante* dipendeva o da maggiori trasferimenti finanziari (da qualsiasi provenienza) o da maggiori squilibri USA nella casella 7. Il fatto che più elevati trasferimenti finanziari di questi paesi avrebbero condotto ad innalzare il livello (netto) di esportazioni dell'area è solo un risultato aggregato che non poteva per essi essere un criterio di azione; non garantiva singolarmente nessuno dei paesi trasferenti, a meno che non fosse stato effettuato sotto accordi di bilaterali.

La situazione espansiva che si è determinata nonostante la rigidità del quadro dei flussi non era affatto scontata e va spiegata a partire proprio dai pericoli che incombevano, nelle condizioni descritte, sul processo di generazione e trasmissione della crescita.

Un pericolo era certamente rappresentato da un'eventuale limitazione della libertà di azione degli USA, se costretti a pareggiare trasferimenti finanziari e reali in modo deflazionistico, o — ciò che allora sembrava remota possibilità — attraverso una svalutazione del dollaro.

Altri problemi riguardavano l'incompatibilità reciproca delle modalità di crescita e delle politiche economiche degli A.P.I. Vi era una potenziale contraddizione, infatti, nel diffondersi di processi di sviluppo centrati sulla crescita delle esportazioni. Se il singolo processo è tenuto in vita da una sostanziale continuità nell'espansione della domanda globale, garantita a sua volta dall'affrancamento dal vincolo estero, quest'ultimo risultato non può riguardare simultaneamente tutte le economie, anche in presenza di un *deficit* del resto del mondo.<sup>22</sup> Quando l'obiettivo di correggere i *deficit* o di proteggere i *surplus* porta un nutrito gruppo di economie industriali ad applicare nello stesso periodo politiche deflative il risultato complessivo può essere tutt'altro che espansivo. Ciò è tanto più possibile quanto minore è il *surplus ex post* di cui questi paesi possono collettivamente disporre, quanto più viene reputato difficile superare gli squilibri in cui ciascun paese può incorrere e, prima che ciò avvenga, quanto più difficile è attrarre capitale per coprire i periodi di *deficit*.

<sup>21</sup> MACHLUP (1968) ha mostrato come gli alti e bassi del deflusso finanziario degli USA si siano risolti in un parallelo movimento dei trasferimenti reali, in modo tale da lasciare comunque nella casella 7 un "gap" pressoché costante di trasferimenti non compensati. Ciò può essere attribuito alle reazioni di spesa del resto del mondo.

<sup>22</sup> CAVES (1970) è il solo a mia conoscenza a percepire la possibilità di potenziali incongruenze nel perseguimento simultaneo di processi guidati dalle esportazioni.

Un terzo pericolo era del tutto indipendente dagli altri due e derivava da ulteriori possibili incompatibilità reciproche tra le politiche perseguite dagli A.P.I. Era possibile che la crescita di una economia si imbattesse in qualche strozzatura e che lo sviluppo diventasse inflazionistico, specie se il mercato del lavoro finiva per congestionarsi. Quando la politica economica procede con frenate e rilanci dovuti alla necessità di correggere indesiderate (e ricorrenti) dinamiche del settore estero, l'attività d'investimento può procedere con lentezza, aggravando lo stato di debolezza della competitività e delle esportazioni. L'economia che viene colta in questi processi finisce per perdere il treno del circolo domanda estera-domanda interna.<sup>23</sup>

Questo pericolo è stato percepito diffusamente dalle autorità economiche a partire dalla fine degli anni '50, dando luogo ad una risposta di politica economica pressoché univocamente volta a contenere la domanda interna e a proiettare ogni economia in modo sempre più pronunciato verso l'esterno. Ciò allo scopo di assoggettare i processi di contrattazione collettiva a vincoli esterni, mantenere un elevato livello della crescita della produttività, impedire mutamenti nella distribuzione del reddito e tenere l'inflazione sotto controllo. Una politica del genere si rafforza su se stessa; accentuando la dipendenza dal mercato estero, incrementa la sensibilità a variazioni dei costi e richiede una sempre più decisa subordinazione dell'espansione interna a quella esterna.

La reciproca incompatibilità del perseguimento simultaneo di tali politiche era insita nel fatto che l'assorbimento delle esportazioni dei paesi dell'area non poteva che scaturire (per parti rilevanti) dalla creazione di domanda estera da parte degli stessi paesi componenti, attraverso le importazioni generate dalla produzione e dall'espansione del loro mercato interno.<sup>24</sup>

I pericoli inerenti alla situazione non si sono materializzati perché hanno operato alcune valvole di sicurezza, su cui ora ci soffermeremo brevemente, che hanno costituito i fattori permissivi a cui è da ascrivere il mantenimento in funzione del circuito espansivo di domanda interna e domanda internazionale.

a) *Accomodamento finanziario residuale*. Gli attivi in conto merci e servizi che gli USA non sono riusciti ad avere nella dimensione

<sup>23</sup> Questa possibilità è ciò che BALASSA (1963) ha individuato come il limite intrinseco di ogni singolo processo guidato dalle esportazioni.

<sup>24</sup> Come fonte di domanda per le esportazioni questi paesi erano reciprocamente importanti. Fuori dell'area degli A.P.I., gli Stati Uniti crescevano più lentamente; allo stesso tempo, l'assorbimento di merci estere da parte del Resto del Mondo era quantitativamente limitato, mentre miglioravano le capacità esportative.

necessaria a coprire le spese finanziarie (saldo negativo della casella 7) hanno potuto essere finanziati in dollari (casella 10) che finivano come riserve nelle casse delle banche centrali degli A.P.I. (casella 11). Il modo di operare del sistema monetario internazionale è stato, quindi, un importante elemento del quadro. Quel modo di operare è noto. Esso consentiva agli USA di essere un "paese residuale" rispetto agli obiettivi di tutte le altre economie.

b) *Estensione limitata del gap statunitense dei trasferimenti.* Il fatto che il *gap* dei trasferimenti non abbia mai superato livelli critici di flusso che avrebbero costretto gli USA a tener conto dei vincoli esterni è parte del meccanismo di sicurezza. Conseguentemente, le iniezioni di domanda provenienti dagli USA e disperse verso l'economia mondiale hanno potuto essere dettate da sviluppi puramente interni; il che equivale a dire che un importante paese del mondo è stato privo di determinanti esterne nelle funzioni di reazione della sua politica economica.

c) *Facilità di rotazione degli squilibri.* Tutti i paesi industriali hanno avuto accesso ad una porzione del *surplus ex post* complessivo del gruppo in casella 2, sebbene non simultaneamente. Vi è stata una rapida rotazione all'interno. A parità di valori globali nella casella 2, la correzione dello squilibrio passivo in un paese comportava il suo passaggio ad un altro. La successione relativamente rapida in cui ciò avveniva incontrava un contesto di condizioni favorevoli, che consentivano che non avesse ripercussioni sulla dinamica della domanda mondiale il freno posto alla domanda nei paesi in *deficit*; anzi, tali *deficit* trovavano le ragioni del loro superamento proprio nella domanda estera in stabile crescita.<sup>25</sup> In nessuna situazione le difficoltà esterne si sono cristallizzate e diventate croniche per qualche singolo paese (esclusa forse la Gran Bretagna).

Si trattava di un meccanismo delicato mantenuto dal fatto stesso di essere in vita. La domanda mondiale cresceva poiché, tra le altre ragioni, l'aspettativa della sua crescita influenzava il comportamento delle autorità economiche; esse potevano concedersi una certa tranquillità di fronte alla prospettiva che si verificassero prima o poi andamenti sfavorevoli dei saldi con l'estero e che questi ultimi richiedessero una

<sup>25</sup> Ciascun paese industrializzato si trovava a turno in questa condizione. La ripresa economica in un paese con il risultante contributo alla domanda mondiale compensava le restrizioni di qualche altro paese. La crescita di tale domanda si presentava, quindi, senza ciclo e relativamente costante anche per i singoli paesi. In ciascuno di essi le variazioni di conto corrente hanno di fatto riflesso solo le fluttuazioni delle importazioni.

correzione. In conseguenza di ciò, i paesi in *surplus* non prendevano energiche misure a difesa del *surplus*, e i paesi in *deficit* potevano attuare politiche moderate per correggere i saldi negativi. Questo non sarebbe accaduto su entrambi i fronti se gli squilibri avessero teso a cristallizzarsi e ne fosse scaturito un comportamento ciclico dei ritmi di crescita della domanda mondiale.

d) *Regolarità nel riciclaggio dei capitali.* La relativa facilità con cui, a partire dagli anni sessanta, i movimenti di capitale interni all'area degli Altri Paesi Industriali (o indotti in uscita dagli USA) hanno contribuito al riciclaggio tra paesi in *deficit* e *surplus* è parte integrante della circostanza che ha condotto a moderate singole deflazioni. In un mondo di cambi fissi — o meglio, quasi rigidi — di bassa inflazione e di aspettative sostanzialmente statiche, modesti scarti nei saggi nominali di interesse, prodotti da differenti situazioni di politica economica connesse a quanto visto in c), erano sufficienti a provocare gli afflussi di capitale necessari a coprire il periodo di tempo (breve) richiesto per l'aggiustamento.

e) *Allargamento del mercato tramite la specializzazione.* Le politiche di un singolo paese volte a promuovere le esportazioni dal lato dell'offerta si imbattevano in analoghe politiche all'esterno. Tali politiche avevano, però, contemporaneamente successo; di modo che, invece della potenziale incongruenza di pag. 33, si aveva una effettiva crescita della quota di importazioni per unità di prodotto in ciascun paese parallelamente alla crescita della quota di esportazioni sul prodotto totale. La domanda mondiale per esportazioni non ne risentiva. Mutamenti dei prezzi relativi possono aver facilitato il processo, ma alla base di quest'ultimo vi erano gli enormi spazi da riempire nell'approfondimento della specializzazione produttiva all'interno dei paesi industriali.

#### 4. La rimozione dei fattori permissivi: il paese residuale

Il passaggio a una nuova situazione può essere rappresentato come una progressiva trasformazione dei circuiti di tipo 1 e 3 (del Quadro A) in circuiti di tipo 2 e 4 e come peggioramento dello stato patrimoniale di molti attori del mercato, peggioramento che condiziona le decisioni reali. Nello scenario ciclico che ne segue, una struttura del flusso dei fondi somigliante a quella esaminata in precedenza — e che può ancora



essere associata alle fasi espansive — si è dimostrata instabile. La struttura che si è presentata in alternativa ad essa può, invece, essere associata alle fasi depressive. Le cause della rottura del circolo virtuoso del Quadro B — una sorta di processo mondiale di acceleratore (riferito, tuttavia, alle autorità pubbliche) e moltiplicatore (alla Goodwin) — vanno ricercate nella perdita di ruolo dei fattori che avevano in precedenza assorbito le incongruenze del quadro. Quelli descritti sotto a) e b) di pagg. 33-4 scompaiono nelle fasi espansive e le rendono transitorie; le condizioni c) e d) scompaiono nel quadro alternativo di flussi. La condizione e) cambia complessivamente di significato.

I problemi di aggiustamento connessi alle due strutture di flusso saranno esaminati nello sfondo dei mutamenti del contesto istituzionale e socio-politico verificatisi nel frattempo.<sup>26</sup> A causa di questi mutamenti, il quadro *ex post* dei flussi è il risultato molto più di aggiustamenti di prezzo che di aggiustamenti di quantità.

La struttura di flussi più simile a quella della tavola 1 si presenta negli anni 1970-73 e 1976 1/2 - 1979 1/2,<sup>27</sup> che, non a caso, sono gli anni dalla crisi del sistema di Bretton Woods in poi in cui vi è ancora crescita diffusa su scala internazionale, sebbene più lenta di quella degli anni cinquanta e sessanta. La principale differenza rispetto alla tavola 1 è nell'inversione di segno della casella 1, che riflette il saldo su merci e servizi degli Stati Uniti. Per questa differenza mi riferirò ora alla "tavola 1 (modificata)". Rimane una somiglianza complessiva del quadro, la quale, però, non implica anche una somiglianza di processi di aggiustamento.

<sup>26</sup> In un certo senso questi mutamenti sono presi come esogeni. Essi riguardano cambi fluttuanti al posto di cambi fissi, una più pronunciata tendenza all'inflazione in ogni singola economia industriale, un salto qualitativo nel processo di intermediazione, specialmente attraverso i mercati extra-territoriali in dollari e in altre valute. (All'inizio degli anni settanta, i cambi sono ancora formalmente fissi, ma le parità subiscono frequenti variazioni.)

Naturalmente questi mutamenti non sono accidentali, ma conseguenze endogene del modo in cui le disarmonie potenziali inerenti alla tavola 1 si erano risolte. Gli eventi rappresentati nelle righe 3-5 nella tavola 1 sono il fattore di maggior rilievo nella crescita dei mercati europei e internazionali in dollari. Tale crescita si rivela il principale veicolo di potenziamento della mobilità internazionale dei capitali, alla quale va ricondotta la caduta del sistema dei cambi fissi. I flussi nella riga 4 hanno invece l'effetto di lungo periodo di diffondere tecnologia americana all'estero, contribuendo in tal modo al declino della competitività statunitense, che comincia a manifestarsi all'inizio degli anni settanta. Ciò si riflette nel segno negativo che appare ora nella casella 1, e che è ancora trattato come un dato esogeno per il periodo considerato.

<sup>27</sup> Questa struttura appare anche oggi, con inizio approssimativamente nel 1983 1/2. L'argomento sarà discusso separatamente nel paragrafo 6.

Molto attenuate risultano le incongruenze di condizioni *ex ante* nella riga 1, dal momento che, grazie al *deficit* statunitense nelle fasi di espansione, gli obiettivi *ex ante* degli A.P.I. non incontrano nel loro complesso severi ostacoli.<sup>28</sup> Inoltre, gli stessi movimenti di capitale nella casella 6 possono essere interpretati in prima approssimazione come movimenti di natura accomodante.<sup>29</sup>

Nel nuovo contesto di un sistema monetario a cambi fluttuanti, gli Stati Uniti non hanno più il ruolo di fornitore residuale di finanza (attraverso il loro debito involontario che, nella tavola 1, chiudeva il circuito *ex ante* reale-finanziario). Una sorta di ruolo "residuale" si sposta verso la riga 1 (dei mercati reali), ma non vi è chiusura finanziaria per quantità, ed il fatto stesso che non vi sia accresce i movimenti *ex ante* dei capitali in uscita dagli USA (ed è quindi in conflitto con gli sviluppi reali). La conciliazione attraverso i prezzi (specie delle valute) comporta instabilità.

Un fuoco analitico sulla circolazione dei dollari non è più sufficiente per interpretare i flussi della tavola 1. Nelle righe 2 e 3, l'attenzione analitica non è più su un problema di trasferimento, ma su un problema di aggiustamento dei portafogli internazionali; il che implica che i flussi corrispondenti debbano essere interpretati a partire dalle determinanti di *stock*. Con un ammontare di titoli esterni in dollari<sup>30</sup> ormai vicino a punti critici diventa sempre più difficile un assorbimento dei dollari addizionali in uscita dagli USA o creati nel processo con soli aggiustamenti di quantità nei portafogli internazionali, a parità di valore del dollaro. Ma, anche a prescindere dall'addizione allo *stock* esterno esistente di dollari, un flusso *ex ante* di dollari da assorbire nel mercato dei cambi si crea a causa del volgere contro quella valuta della composizione dei portafogli. L'esistenza di condizioni favorevoli ad una speculazione incontrollata è parte della storia che conduce a liquidazioni o riduzioni delle posizioni in dollari, dal momento che quelle condizioni sono percepite dagli operatori come elemento della situazione (e, infatti, diventeranno anche elemento degli sviluppi effettivi). I portafogli desiderati, prima che nell'interazione con i mercati reali, devono essere conciliati nella stessa riga 3, dando inizio da lì ad un aggiustamento dinamico.

<sup>28</sup> Conseguentemente, il ciclo ascendente negli A.P.I. diviene più sincronizzato.

<sup>29</sup> Ciò vale per l'aggregato, sebbene molti paesi del R.d.M. fossero limitati nelle loro capacità di spesa dall'accesso ad afflussi di credito e capitale.

<sup>30</sup> Per "dollari esterni" (o "dollari internazionali") intendo attività in dollari possedute da non residenti (statunitensi) negli Stati Uniti e quelle possedute da residenti e non residenti fuori dagli Stati Uniti. Qui mi riferisco allo *stock* "lordo" (che include, cioè, anche titoli creati attraverso debiti privati), poiché è l'aggregato rilevante per gli argomenti che seguono.

Le divergenze *ex ante* tra portafogli desiderati che si riflettono nella riga 3 non sono intuibili dal quadro dei flussi netti realizzati, nel quale ogni deflusso di capitale dagli USA deve necessariamente essere controbilanciato da un identico afflusso di capitale. (I flussi netti sono nulli se temporaneamente ignoriamo le transazioni che avvengono per ragioni commerciali — come se fossero tra loro equilibrate<sup>31</sup> — ed escludiamo interventi ufficiali sul mercato dei cambi.) Il deflusso dei dollari è solo un concetto *ex ante*. E lo squilibrio che si verifica può essere soltanto dedotto dalla pressione cui sono sottoposti quei mercati nei quali i possessori della ricchezza finanziaria tentano di proteggersi da una caduta attesa nel valore in valuta nazionale (o in altre valute) dei loro titoli stilati in dollari. Questa pressione è più forte (per ogni dato saggio *ex ante* di cambio e di interesse) quanto più alto è lo *stock* di dollari esterni esistente o l'incremento di tale *stock* che si verifica nel processo.

Seguiamo la circolazione dei dollari. Quando i non residenti cercano di modificare i propri portafogli riducendo le loro attività in dollari, nessuno dei "dollari internazionali" esistenti può essere distrutto.<sup>32</sup> Le attività in dollari possono cambiare forma man mano che i dollari liquidi passano da un non residente a un altro, ma finiscono in ogni caso in qualche portafoglio di non residenti. I titoli esterni in dollari si accrescono se i mutamenti di portafoglio tendono a gonfiare i depositi liquidi nel mercato dell'eurodollaro e, contemporaneamente, le banche incrementano i loro prestiti: eventi entrambi probabili in periodi di intensa speculazione contro il dollaro. Nel mercato dei cambi il valore del dollaro tende a cadere — e i saggi di interesse sui titoli in dollari probabilmente a salire — allo scopo di stabilizzare la detenzione

<sup>31</sup> Lo scambio netto di valuta tra transattori commerciali e finanziari, che è registrato *ex post* nel caso di *deficit* o *surplus* di conto corrente, non ha comunque un'influenza importante nella determinazione dei tassi di cambio. Ciò che conta sono le *transazioni lorde*, rispetto alle quali le transazioni per ragioni finanziarie sono fortemente predominanti. Si può notare incidentalmente che sebbene l'interscambio netto di ammontare pari allo squilibrio corrente sia l'identità fondamentale intorno alla quale ruota l'intera dinamica di aggiustamento nei modelli di determinazione dei tassi di cambio che esplicitano il conto corrente, la circostanza non deve trarre in inganno. Questi modelli — per esempio, BRANSON (1977), KOURI (1976), DORNBUSCH e FISHER (1980) — rimangono modelli di *stock*, pur se, per loro costruzione, non possono dar conto di alcuna altra transazione nel mercato dei cambi, eccetto la transazione netta in questione. Su questi e altri argomenti che sono trattati in questo paragrafo si veda BIASCO (1985).

<sup>32</sup> Si assume implicitamente che non avvengano liquidazioni nette di titoli in valuta estera posseduti in precedenza da residenti statunitensi.

di dollari.<sup>33</sup> Attraverso queste transazioni, si creano anche nuovi titoli detenuti internazionalmente in valute diverse dal dollaro.<sup>34</sup>

Quando anche i residenti statunitensi sono impegnati in attività di diversificazione dei loro portafogli, e compiono una sostituzione di titoli emessi come debito interno con titoli emessi come debito esterno, provocano un'aggiunta allo *stock* di titoli lordi internazionali in dollari. In altre parole, nuovi dollari devono essere assorbiti nei portafogli dei non residenti mentre questi ultimi stanno cercando (senza successo) di liberarsi dei vecchi.<sup>35</sup>

Tutto ciò si verifica indipendentemente dal segno dello squilibrio del conto merci e servizi. Quando il conto corrente degli Stati Uniti è negativo, come nella tavola 1 (modificata), nuovi flussi che interessano la riga 3 si aggiungono a quelli determinati dagli *stock*. Dollari esterni addizionali vengono creati e devono in ogni momento trovare un detentore. Di nuovo, i dollari addizionali ricevuti dai non residenti possono o no essere detenuti stabilmente, ma in ogni caso devono essere assorbiti nei conti di qualche non residente. Inoltre, nell'attività bancaria in dollari può determinarsi un eccesso di liquidità e affermarsi un mercato dei prenditori, che favorisce una speculazione avversa al dollaro e ostacola l'aggiustamento dei differenziali dei saggi di interesse rispetto alle altre valute. La parte più rilevante dell'aggiustamento cade allora sul tasso di cambio; ma è probabile che il disequilibrio nel mercato dei cambi persista se le divergenze tra i portafogli ottimi e quelli desiderati non sono eliminate istantaneamente, ma solo gradualmente, e in un processo di apprendimento.

In questa situazione, i mercati dei cambi e finanziari devono affidarsi a una serie di aggiustamenti marginali, che si verificano attraverso le banche commerciali (quando queste ultime prendono posizioni aperte) o attraverso le banche centrali (quando agiscono come compratori residuali nei mercati dei cambi). Vengono allora accumulate

<sup>33</sup> Questo è un processo che avviene nel tempo se le divergenze tra i portafogli desiderati ed esistenti sono eliminate gradualmente e se lo *stock* di dollari esterni ha un continuo incremento.

<sup>34</sup> Questi titoli possono essere titoli già esistenti o titoli di nuova creazione che vengono in essere quando, su base consolidata, gli operatori non statunitensi assorbono dollari attraverso emissioni di debiti in valuta nazionale.

<sup>35</sup> Di nuovo, i titoli in contropartita stilati in valute diverse dal dollaro possono essere titoli preesistenti, già detenuti dai non residenti statunitensi, o titoli di nuova creazione. I residenti statunitensi possono naturalmente compiere un semplice spostamento di dollari verso il mercato dell'eurodollaro, ma è ugualmente probabile che si verifichi un'espansione dei titoli esterni in dollari attraverso le operazioni di prestito delle banche riceventi.

riserve ufficiali allo scopo di evitare apprezzamenti dirompenti delle valute forti. In un certo senso, questi sviluppi sono involontari. Una serie di aggiustamenti verso l'alto (o verso il basso) dei tassi di cambio e di variazioni nei saggi di interesse devono verificarsi prima che l'eccesso di offerta di dollari sia eliminato. Nel frattempo, si possono mettere in moto una serie di reazioni causali, che passano per le risposte di politica economica e per i mutamenti dei flussi nel settore reale, le quali mutano sostanzialmente la situazione.<sup>36</sup>

Tre tipi di risposte, sollecitate in modo endogeno dalla struttura dei flussi della tavola 1 (modificata) e dalle difficoltà relative a chiudere il circuito reale-finanziario, portano convergentemente a mutamenti sostanziali della struttura dei flussi e dei processi di aggiustamento. Queste reazioni interessano (i) il mutamento dei prezzi relativi dei beni primari; (ii) il mutamento nelle risposte di politica economica degli USA; e (iii) il mutamento nella prestazione commerciale degli USA.

(i) La debolezza del dollaro, combinata con aspettative inflazionistiche alimentate da un andamento sincronicamente ascendente del ciclo, conduce a ondate di speculazione sul mercato dei beni primari. La disponibilità e l'accresciuta mobilità dei fondi internazionali entrano nel processo perché finiscono per favorire il finanziamento della speculazione sulle materie prime e sui beni agricoli. La principale spiegazione dello spettacolare *boom* dei prezzi che alla fine si determina è nella funzione quasi monetaria, come riserva di valore, che questi beni svolgono in simili periodi.<sup>37</sup> Nel 1973 e nel 1979 il petrolio è l'ultima delle materie prime ad esplodere, ma, come nei fuochi di artificio, è anche l'esplosione più importante.<sup>38</sup>

(ii) In un mondo di cambi fluttuanti la minaccia alla stabilità esterna del "paese residuale" diviene enorme; di conseguenza, né gli USA né alcun altro paese possono svolgere la funzione di "paese-ennesimo", quello, cioè, che con la sua *benevola negligenza* rende

<sup>36</sup> Il modo attraverso il quale possono svilupparsi cicli di medio periodo nell'andamento dei tassi di cambio delle valute chiave è trattato in BIASCO (1987) e SCHULMEISTER (1987).

<sup>37</sup> Questo argomento è trattato in BIASCO (1979), cap. 5. Altri lavori giungono a conclusioni simili; si veda BOSWORTH-LAWRENCE (1982) e SYLOS LABINI (1984).

<sup>38</sup> Anche se la manipolazione del mercato è un evento esogeno, come nel caso del petrolio, «...il fuoco analitico deve essere posto sullo stato dei mercati, le aspettative, l'inflazione stessa; vale a dire sull'ambiente economico internazionale che tende a spingere in alto i prezzi e diviene, in quanto tale, recettivo alla manipolazione» BIASCO (1979, pag. 100).

possibile agli altri "enne meno 1" la riconciliazione dei loro obiettivi.<sup>39</sup> Il sistema monetario internazionale non consente più un accomodamento residuale, attraverso il paese centro; né, mantenendo basso per quest'ultimo il saldo globale da coprire *ex ante*, lascia relativa libertà alla sua politica economica (condizioni (a) e (b) di pagg. 33-4). Se gli obiettivi degli altri paesi comportano *deficit* commerciale e finanza liberale per tale paese, non vi sono immediate soluzioni conciliatorie.

Gli USA avevano agito come "paese residuale" perché ciò non danneggiava eccessivamente la loro libertà di politica economica e perché il mercato non aveva le munizioni necessarie per attaccare il valore del dollaro (o, perlomeno, non le ha avute per lungo tempo); ma hanno dovuto scoprire di essere vulnerabili in questa direzione. Nelle fasi in cui il flusso dei fondi ha rassomigliato a quello degli anni '50 e '60, gli USA hanno subito un ridimensionamento del ruolo del dollaro nella finanza internazionale; ridimensionamento propiziato dalla sostituzione dei dollari, in mano privata e pubblica, con altre valute (o con materie prime). Il dollaro ha subito deprezzamenti cumulativi, il paese è stato esposto ad intense pressioni inflazionistiche (che si sono diffuse, poi, al resto dell'economia mondiale); le pressioni interne ed esterne per la correzione degli squilibri nella casella 1 e 7 sono divenute sempre più forti, e alla fine ineludibili. Nell'attuale sistema internazionale, ormai, il ruolo di "paese residuale" non può essere stabile e può essere riattivato solo in via temporanea, dagli USA o da qualsiasi altro paese.<sup>40</sup>

(iii) La distruzione della funzione "residuale" è endogena non solo per la pressione che pone sulla politica economica del paese che la esercita, ma anche a causa delle conseguenze spontanee, anche se ritardate, che comporta il deprezzamento della valuta. L'impatto sul resto del mondo della domanda interna di quel paese si riduce; la svalutazione non può alla lunga non avere effetti sul suo commercio manifatturiero, e, nel caso del commercio statunitense, i conti con l'estero beneficiano anche dell'inversione del *trend* delle ragioni di scambio che si verifica prima o poi a favore delle materie prime e alimentari.

<sup>39</sup> Sul "paese ennesimo" si veda COOPER (1968) e WHITMAN (1974).

<sup>40</sup> Quando la Germania ha esercitato questo ruolo nel 1979 si è imbattuta negli stessi problemi e ha dovuto far rapidamente marcia indietro.

Una combinazione di flussi simile a quella della tavola 1, sebbene favorisca ancora il mantenimento dei circuiti espansivi della figura nel Quadro B, si imbatte ora in fattori non permissivi del sistema finanziario e deve fare i conti con il mutamento delle funzioni di comportamento della politica economica. Quella combinazione è ormai solo uno degli esiti possibili, che contiene i germi della sua distruzione; un esito destinato ad essere sostituito da altri, per ripresentarsi soltanto dopo che questi ultimi hanno esaurito la loro carica deflativa. Ma, quando è presente, non ha effetti di traino comparabili a quelli impliciti precedentemente nel quadro della tavola 1, poiché la possibilità di conciliare i diversi obiettivi è solo transitoria, visto che implica aggiustamenti-prezzo in alcuni mercati che si ripercuotono poi su tutti gli altri e sulla struttura stessa dei flussi.

Un quadro favorevole a impulsi e reazioni espansive non è più in grado di mantenere al suo interno le condizioni a) e b) di pagg. 33-4, ma il quadro di flussi a cui lascia il posto non è in grado di mantenere le condizioni c) e d) (di facilità di rotazione degli squilibri e di riciclaggio finanziario), come vedremo nel prossimo paragrafo.<sup>41</sup>

## 5. Rimozione di altri fattori permissivi

Il quadro alternativo al precedente è mostrato nella tavola 2. Riguarda il periodo 1974-76 1/2 e il periodo 1979 1/2-1983 1/2.<sup>42</sup> Gli Stati Uniti riescono ad evitare un *deficit* nelle transazioni commerciali nella casella 1, a causa di politiche di contenimento della spesa interna e in virtù della precedente svalutazione del dollaro;<sup>43</sup> un *surplus* dei paesi produttori di materie prime (che per brevità chiamerò OPEC) appare nella casella 6. Sono eventi essenzialmente contemporanei, in quanto entrambi conseguenze degli sviluppi del periodo precedente. Il *surplus*

<sup>41</sup> Il mutamento della condizione (e) (allargamento del mercato attraverso la specializzazione) riguarda l'intero periodo critico e sarà considerato più tardi, nel paragrafo 5.

<sup>42</sup> I flussi della tabella 2 corrispondono soltanto al primo periodo in questione. I flussi per il secondo periodo mostrano per gli Stati Uniti un saldo su merci e servizi positivo e implicano movimenti di capitale *ex ante* verso quel paese. Poiché non ho scopi di descrizione cronologica ma di ricognizione logica di "ciò che non ha funzionato" a partire dagli anni '70 mi sento esentato dal riaccordare una fase all'altra nel continuo scorrere del tempo. Ci troviamo di fronte ovviamente a conseguenze endogene del modo di risoluzione del quadro precedente.

<sup>43</sup> Il valore del dollaro sale rispetto ai valori toccati nelle precedenti cadute.

sulle transazioni commerciali della casella 2 degli A.P.I. si trasforma in un *deficit*. I flussi di capitale nel resto del mondo nella casella 8 pongono di nuovo limiti ai flussi netti di spesa nella casella 4.

Il quadro non gode delle condizioni c) e d) di pagg. 34-5 poiché, in regime di cambi fluttuanti e in una situazione di pronunciati squilibri commerciali, tendono a cristallizzarsi nei paesi in cui si manifestano, sia i *deficit* commerciali (e le difficoltà inflazionistiche connesse) sia i *surplus* commerciali (e le tendenze alla moderazione nell'ascesa dei prezzi interni). Ciò, per quanto riguarda l'ambito degli A.P.I., avviene a maggior ragione quando il segno complessivo aggregato nella casella 2, che si riferisce al saldo totale su merci e servizi dell'area, non è più positivo ma negativo, e lo squilibrio non è distribuito uniformemente.<sup>44</sup> Nell'ambito della riga 1 (riferita alle componenti reali) si determinano, quindi, condizioni sfavorevoli alla crescita, che indagheremo meglio più avanti.

Anche le componenti finanziarie dei flussi (nelle righe 2-5) esercitano un effetto deflazionistico.

Con andamento sfavorevole delle ragioni di scambio, il tasso *ex ante* di crescita del reddito dell'intera area industrializzata può mantenersi solo con una crescita della spesa rispetto ai livelli *ex ante*;<sup>45</sup> in più, il *deficit* esterno che ciò dovesse implicare deve essere accettato e finanziato. Ciò comporta una complessa rete di intermediazione.

Il modo in cui i paesi OPEC tendono ad investire *ex ante* le entrate nette *ex ante* della casella 16 mette solo pochi paesi industriali in grado di finanziare il *deficit*, grazie all'afflusso netto di quei fondi. Gli impieghi dell'OPEC non possono che riguardare gli Stati Uniti e quei paesi industriali che mostrano solidi conti su merci e servizi (conti che per un certo lasso di tempo vengono migliorati ulteriormente dalle conseguenze stesse di quegli impieghi). Ne deriva che solo una uscita di capitali, che faccia assumere a questi paesi il ruolo di centri di intermediazione, può generare i movimenti necessari affinché gli altri paesi siano in condizione di finanziare i loro squilibri reali e divenire destinatari finali degli impieghi OPEC.

Per questi paesi, accettazione e finanziamento del *deficit ex ante* sono entrambe condizioni difficili da realizzare in circostanze di commercio fortemente squilibrato, poiché l'indebitamento che implica non è in molti casi né sostenibile né conseguibile.

<sup>44</sup> La cristallizzazione degli squilibri commerciali può riguardare anche, da una parte, gli A.P.I. nel loro complesso e, dall'altra, gli Stati Uniti.

<sup>45</sup> Un'immutata spesa reale o volume di produzione comporta una riduzione di reddito per l'ammontare corrispondente al *surplus* dell'OPEC.

Nella misura in cui l'indebitamento non è sostenibile si mettono in moto catene del tipo 5 (del Quadro Riassuntivo A) che tendono a deprimere la spesa.

Nella misura in cui non è conseguibile,<sup>46</sup> appaiono relazioni del tipo 2 o 4. Se il trasferimento connesso ai pagamenti petroliferi (*ex ante*) non è compensato *ex ante* da prestiti o esportazioni nette, la parte non accomodata conduce a importanti effetti negativi di prezzo nei paesi trasferenti;<sup>47</sup> in particolare, perché i tassi di cambio si svalutano, se si eccettuano pochi casi, nei confronti della valuta (il dollaro) usata per i pagamenti connessi al petrolio, e inoltre perché i tassi di interesse all'interno e quelli sui prestiti esteri tendono a salire.

Il trasferimento complessivo dei paesi non-Opec che *ex ante* non è accomodato conduce anche a effetti quantitativi. Dati gli obiettivi e le realizzazioni degli Stati Uniti nella casella 1 e i vincoli di spesa in *deficit* del R.d.M. (casella 8) l'unica possibilità che gli A.P.I. nel loro complesso hanno di limitare il *deficit* globale della casella 2 è quella di decurtare il *surplus ex ante* dei paesi petroliferi (attraverso la deflazione) o di accettare il carico e il rischio di movimenti di capitale verso il R.d.M.

Per questi paesi, la nuova situazione cambia le funzioni di reazione della politica economica e, di conseguenza, influenza negativamente la loro capacità di generare una domanda mondiale persistentemente espansiva, sulla quale fare affidamento per la correzione degli squilibri individuali. Poiché questo affidamento è precario, un insieme di circostanze virtuose negli anni '50 e '60 opera ora in modo vizioso, dato che la difficoltà di rotazione dei singoli squilibri negativi abbassa a sua volta il tasso di espansione della domanda mondiale.

Possiamo rendere un po' più disaggregato il quadro e riprendere la cristallizzazione degli squilibri in connessione ai movimenti di capitale. Quando gli squilibri petroliferi non sono uniformemente distribuiti e l'area dei paesi industriali presenta attivi e passivi (questi ultimi di dimensioni assolute più ampie), si manifesta una divisione tra aree a valuta forte e aree a valuta debole.

<sup>46</sup> Su base consolidata, la parte più rilevante della riallocazione dei prestiti finanziari verso i paesi deficitari viene da quegli impieghi finanziari, attinenti ai *surplus* petroliferi, effettuati indirettamente negli Stati Uniti attraverso la tesoreria delle banche operanti nei mercati internazionali in dollari; tale riallocazione avviene, però, secondo criteri bancari di profitto e di prudenza.

<sup>47</sup> I trasferimenti petroliferi possono essere interpretati come una relazione del tipo 4 (del quadro A) se si ragiona in termini di prezzi petroliferi costanti (precedenti l'incremento), e del tipo 2 se si ragiona in termini di prezzi correnti. Qui è sottinteso il primo caso.

A decidere dell'entità di rivalutazioni e svalutazioni sono in larga misura le scelte finanziarie dei paesi creditori nei confronti dell'intera area, in virtù delle eccedenze correnti dei pagamenti.<sup>48</sup> Alla fine, i loro impieghi dovrebbero dar luogo nei paesi riceventi a un *deficit* in conto corrente che esaurisca il *deficit* dell'area verso l'OPEC, controbilanci gli afflussi finanziari, portando il mercato dei cambi in equilibrio; il tasso di cambio si apprezza al livello che assicura questo risultato. Alternativamente, intervenendo sul mercato dei cambi per limitare la rivalutazione, i paesi riceventi danno luogo a entrate di capitale altrove; il *deficit* in cui sarebbero altrimenti incorsi viene così a redistribuirsi.

Tutto ciò vale per un contesto di statica comparata,<sup>49</sup> come risultato di lungo periodo; ma il fatto che non si verifichi anche nel breve periodo innesca una dinamica del processo che porta molto lontano dalle situazioni che in quel contesto è lecito presentare. Ne risulta una complessa collocazione dello squilibrio complessivo, che conduce a deflazione e a mutamenti di scena.

Nel breve periodo, la rivalutazione non porta necessariamente a un *deficit*, e viceversa per la svalutazione. Inoltre, i movimenti dei tassi di cambio mutano le condizioni interne dell'economia, dal momento che accelerano l'andamento dell'inflazione nei paesi che svalutano e aiutano a tenerla a freno nei paesi che rivalutano. Ciò determina in connessione comportamenti difficilmente reversibili e tende a ridurre significativamente gli effetti sulla competitività, a meno che il movimento dei tassi di cambio sia sostanziale. Se i *surplus* e i *deficit* della riga 1 tendono a non mostrare significative correzioni, i movimenti di capitali intuiscono la direzione delle variazioni future dei tassi di cambio, proprio come avveniva nei cambi fissi. In tal modo, essi aggravano gli effetti a breve termine di svalutazioni e rivalutazioni, per il fatto stesso che rinforzano l'impatto perverso a breve termine sui *surplus* e *deficit* e sui differenziali di inflazione.<sup>50</sup>

<sup>48</sup> Ovviamente, essi sceglieranno le valute di quei paesi che danno maggiori segnali di stabilità politica, abbiano solida struttura economica e godano di un più promettente andamento congiunturale; vale a dire, quelle valute che potrebbero ragionevolmente rivalutarsi.

<sup>49</sup> In questo contesto DUNN (1979) solleva alcuni punti interessanti sull'argomento. Si veda anche GOLUP (1983) e KRUGMAN (1983).

<sup>50</sup> La letteratura sulle aspettative razionali tende a negare l'esistenza di circoli viziosi del tasso di cambio e ad ascriverli piuttosto al comportamento accomodante delle autorità (viceversa per i circoli virtuosi). Questo è un risultato di modelli di equilibrio generale nei quali l'offerta di moneta è esogena e, se mantenuta costante, è in grado di produrre un effetto Pigou e recidere la rincorsa tra prezzi e tassi di cambio. È una questione aperta la misura in cui nel mondo reale l'offerta di moneta sia esogena, l'inflazione sia determinata dalla domanda, e il comportamento dell'autorità sia completamente discrezionale e non, invece, obbligato dalla situazione. Sul circolo vizioso si veda BILSON (1979) e WALLICH e GRAY (1980).

La dinamica è guidata dall'irrigidimento degli squilibri, e in tale situazione i cambi fluttuanti tendono ad avere una inclinazione deflazionistica. Nei paesi con valuta forte, gli effetti potenziali sulla competitività delle esportazioni rendono imperativo tagliare l'inflazione: un compito al quale i cambi fluttuanti contribuiscono in parte spontaneamente. Le autorità economiche sono spinte a tenere sotto controllo il mercato del lavoro e l'attività economica interna, ponendo essenzialmente un freno a quest'ultima. Il successo di tali politiche provoca un'ulteriore pressione sul cambio e finisce per alimentare su se stesse le tendenze restrizionistiche.<sup>51</sup> Mentre tale processo perpetua l'attivo commerciale in questi paesi,<sup>52</sup> impedisce anche ai paesi in passivo di scaricare altrove il proprio *deficit*.<sup>53</sup> Questi ultimi sono spinti da continue pressioni sui tassi di cambio a incorporare dosi ancora più elevate di inflazione e, alla lunga, a frenare drasticamente l'attività produttiva, visto che non riescono ad associare altrimenti le loro svalutazioni a un miglioramento della situazione dei pagamenti.<sup>54</sup>

Con movimenti di capitali destabilizzanti non vi è alcun meccanismo indolore per ruotare i *surplus* e i *deficit* all'interno della casella 2: la valvola di sicurezza c) — riferita, appunto, a tale rotazione — non è attiva.

Data la presenza di elementi estrapolativi e non razionali nelle aspettative, i paesi in difficoltà devono, per attrarre capitali, generare un differenziale dei saggi di interesse molto alto in loro favore per compensare gli operatori di rischi di svalutazione stimati in modo fortemente cautelativo.<sup>55</sup> Anche la valvola di sicurezza d) — relativa alla

<sup>51</sup> La sola alternativa che le autorità hanno per evitare che questo comportamento generi inconvenienti di lungo periodo alla propria industria è quella di limitare l'apprezzamento del tasso di cambio e la caduta dei profitti espandendo la domanda interna. È la via seguita dagli Stati Uniti dopo il 1982, con gli inconvenienti che esamineremo nel prossimo paragrafo.

<sup>52</sup> Un processo che perpetua un attivo di conto corrente attraverso relazioni simili a quelle schematizzate nel testo è studiato da MCKINNON (1978) e da STEINHERR (1981).

<sup>53</sup> VANDENBROUCKE (1984) fa vedere come i *deficit* e i *surplus* possano essere perpetuati dall'interazione dinamica delle funzioni obiettivo di politica economica delle autorità.

<sup>54</sup> Questo tema conduce ad un'altra questione — l'effetto LAURSEN-METZLER (1950) e SOHMEN (1974) — che riguarda la difficoltà di isolare un paese dal ciclo economico esterno in cambi flessibili. Secondo l'effetto Laursen-Metzler, gli impulsi che vengono generati nel paese trasmittente sono di segno contrario a quelli indotti nel paese ricevente. Nel nostro specifico caso, tuttavia, se i saldi commerciali non sono equilibrati e si dà dovuta considerazione alle reazioni di politica economica legate all'inflazione, gli impulsi vanno nella stessa direzione.

<sup>55</sup> Il premio di rischio sulle valute deboli si è comportato in modo tale da non giustificare l'ipotesi di mercati efficienti. (Si veda G. FRANKEL e FROOT, 1986a, 1986b.) In un mondo razionale non vi sarebbe possibilità di profitti non sfruttati in operazioni a termine — sia di arbitraggio che di speculazione — i quali sono invece trovati nella letteratura (si veda, per esempio, ALIBER, 1978; BOOTHE, 1983; CUMBY, 1984). Per opinioni differenti si veda LEVICH (1985).

facilità di riciclaggio — non può essere operante senza drastiche restrizioni monetarie.<sup>56</sup>

L'insieme dei limiti esterni che incontra il circolo virtuoso di domanda interna-internazionale, a cui mi sono finora riferito, è rafforzato dai limiti interni, che non ho qui trattato ad eccezione della condizione e), che si riferisce alla composizione di politiche economiche fra loro incongruenti attraverso l'allargamento del mercato mondiale dovuto alla specializzazione internazionale.

Nel contesto descritto nei paragrafi 4 e 5, le politiche dirette a tenere sotto controllo l'assorbimento interno e a orientare l'economia verso il mercato esterno vengono rese più obbligate che in precedenza dalla minaccia di spirali perverse del cambio in cui rischiano di venir trascinate le economie che si muovono contro tendenza. Tuttavia, l'incompatibilità reciproca di tali politiche trova ora minori vie di uscita per superare l'effetto complessivo negativo sulla domanda mondiale. L'approfondimento della specializzazione commerciale non ha più questa funzione nell'aggregato (la quota di esportazione sulla produzione che continua a crescere nei vari paesi ha, in realtà, solo funzioni di recupero del reddito perso attraverso l'incremento dei prezzi di importazione delle materie prime). Nel processo di approfondimento della specializzazione commerciale gli aspetti macroeconomici perdono di rilievo; ha solo rilievo l'importanza che il processo riveste per ogni

<sup>56</sup> I processi in atto finiscono per condurre ad una caduta dei prezzi relativi delle materie prime e ad aprire la strada ad un mutamento della struttura di flussi; mutamento che può essere facilitato da un'espansione che viene dagli Stati Uniti, esente, almeno nella fase iniziale, da preoccupazioni inflazionistiche.

Nella seconda crisi petrolifera il quadro che influenza le condizioni c) e d) non si riferisce tanto alle difficoltà di ruotare i *surplus* e i *deficit* all'interno della casella 2 quanto alle difficoltà di espellere il *deficit* dalla casella 2. La cristallizzazione degli squilibri riguarda essenzialmente da una parte l'insieme degli A.P.I. nel loro complesso, che ora formano, con poche eccezioni, l'area a valuta debole, e dall'altra parte riguarda gli Stati Uniti, come area a valuta forte. In ciascuna delle voci della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, nella prima colonna, il segno è positivo. Le valute degli A.P.I. svalutano quasi uniformemente contro il dollaro, ma ciò non fa che perpetuare i problemi posti loro dalla bilancia non manifatturiera e dal protrarsi di politiche anti-inflazionistiche, perché fa salire il prezzo del petrolio (e di altre materie prime) in valuta nazionale anche quando tale prezzo comincia a flettere in dollari.

Il quadro che emerge dalla tavola 2 (modificata per tener conto di questi sviluppi) è questa volta aggravato dall'inversione di segno nei trasferimenti *ex ante* che interessano il R.d.M. nella casella 8 (i deflussi sono causati principalmente dal pagamento degli interessi). I movimenti di capitale verso questi paesi (nella riga 3) devono ora finanziare i trasferimenti che avvengono in senso opposto (nella riga 2) anziché essere una aggiunta netta alle capacità di spesa. Emergono, di conseguenza, problemi di solvibilità in quei paesi della colonna 4 che sono pesantemente indebitati; problemi che si trascinano nella successiva caduta dei prezzi relativi delle materie prime e che risultano nel taglio di una componente non più marginale della domanda mondiale.

singolo paese, dal momento che la specializzazione diventa l'armatura con la quale singole economie industriali affrontano un mercato internazionale che non le beneficia più contemporaneamente, e il successo di alcuni condanna altri all'insuccesso.

L'inevitabile modificazione dei tassi di cambio che tende a correggere le diseguali potenzialità di crescita che si creano non è senza costi, perché avviene con ampie fluttuazioni di medio periodo dei cambi, che aumentano l'incertezza, stimolano frequenti mutamenti nella allocazione della capacità produttiva e hanno, quindi, per via degli investimenti, un effetto negativo sulla dinamica della domanda mondiale (oltre ad avere un effetto laterale negativo sull'offerta).

## 6. Un nuovo movimento del pendolo

Negli anni più recenti il pendolo ha oscillato di nuovo verso strutture e problemi di aggiustamento più vicine e quelle esaminate nel paragrafo 4, e, di conseguenza, la tavola 1 (modificata) ritorna ad essere la tavola di riferimento.

Non sto implicando che siamo tornati in quella situazione, ma che i problemi di aggiustamento che minacciano in questa fase la continuità e la forza del rimando fra domanda interna e domanda internazionale possono essere capiti meglio nello sfondo di un potenziale ristabilimento e di un graduale avanzamento verso quella situazione. Ciò avviene dopo un importante periodo di transizione, che non può non essere una parentesi unica e irripetibile nelle relazioni monetarie internazionali, ma che, per le eredità che lascia, conferisce ad alcune relazioni causali del periodo certe peculiarità che le distinguono da quelle in atto in periodi simili.

Poiché non è mia intenzione produrre una cronaca di eventi economici recenti molto noti, mi limiterò a richiamare succintamente le caratteristiche di questa fase che si raccordano ai temi trattati in precedenza.

Anche questa fase espansiva rivela, sotto un altro profilo, le difficoltà che incontrano gli Stati Uniti ad agire come "paese residuale" e la transitorietà di tale ruolo. Esso è riattivato soprattutto attraverso il *benign neglect* dei conti commerciali, a cui gli USA sono spinti dalla convenienza a barattare la funzione residuale con una crescita interna più elevata di quella altrimenti consentita. La spettacolare creazione di

riserve in dollari che si sarebbe avuta in casi del genere in periodi di cambi fissi o, accoppiata ad essa, la svalutazione che si sarebbe prodotta in cambi flessibili, viene tuttavia evitata da politiche monetarie restrittive che richiamano dollari a New York e causano l'apprezzamento del dollaro. In tal modo, esse aggravano la situazione commerciale, nonostante l'entità del miglioramento delle ragioni di scambio.

Quindi, nella struttura transitoria di flussi che conduce a una qualche nuova versione della tavola 1, i flussi di capitale *ex ante* (della linea 3) si muovono verso il dollaro piuttosto che fuori da esso. Nella casistica del Quadro A prevalgono circuiti del tipo 3, nel senso che gli afflussi netti *ex ante* di capitale verso gli USA (positivi) sono in parte accomodati dal conto merci e servizi (negativo) e in parte dall'apprezzamento del tasso di cambio. Questa struttura di flussi non implica che nell'economia mondiale possa essere recuperata la funzione del "paese residuale", dopo essere stata persa in precedenza; la stessa struttura è il risultato delle strettoie cui la politica economica è costretta dalla necessità di mantenere una coerenza *ex ante* per quel ruolo. Per effetto delle conseguenze che ne deriverebbero altrimenti, gli Stati Uniti sono spinti a politiche preventive piuttosto che a politiche reattive.

In tal modo, una parvenza di riattivazione (a regime contenuto) del circolo domanda interna-internazionale finisce per poggiare su elementi di precarietà. In particolare, questa situazione accresce enormemente lo *stock* di dollari esteri in circolazione,<sup>57</sup> la cui stabilità nei portafogli internazionali è legata al persistere dell'attrazione per quella valuta (prospettive di rivalutazione e di alti rendimenti, o fattori irrazionali). Quanto più forte è questa attrazione, tanto più la rivalutazione che ne segue allarga il *deficit* di conto corrente, avvicinando in tal modo il momento in cui la situazione si inverte. Ciò avviene quando la dimensione e la persistenza nel tempo del *deficit* tendono a raggiungere (a una soglia indefinita a priori, ma esistente) il limite intrinseco di un processo che si autoalimenta.<sup>58</sup>

<sup>57</sup> Quando i flussi *ex ante* di capitale sono verso gli USA, lo *stock* lordo di titoli internazionali in dollari aumenta dell'ammontare per il quale i non residenti ottengono dollari dai residenti impegnati in attività finanziarie; questi dollari si aggiungono ai flussi corrispondenti al conto corrente e ai nuovi dollari creati internazionalmente dalla catena di intermediazioni finanziarie. Quest'ultima, tuttavia, più accorciarsi quando il dollaro è valuta forte. Se vi è un rimpatrio netto di titoli in valuta estera da parte dei residenti statunitensi, lo *stock* internazionale di titoli in dollari si riduce.

<sup>58</sup> Un fattore cruciale è il modo in cui si riflette nelle aspettative il giudizio sulla sostenibilità della rivalutazione del dollaro ai livelli di volta in volta raggiunti. Non vi è dubbio che un processo di crescita della domanda interna negli USA che gonfi il *deficit* nella casella 1 avvicina il limite.

A quel punto, la direzione di causalità che va dal conto capitale al conto merci e servizi si inverte, nel senso che gli operatori con posizioni aperte in dollari intravedono il rischio di perdite in conto capitale, man mano che il *deficit* diviene la principale ancora per le aspettative sulle quali poggiano le decisioni finanziarie.<sup>59</sup> Catene causali del tipo 3 nella casistica del Quadro A lasciano il posto a catene di tipo 4 (prive di accomodamento). E, per gli Stati Uniti, si entra in un circolo vizioso di svalutazioni.

Un ripristino completo dei flussi della tavola 1 (modificata) tiene ancora in uno stato precario il circuito espansivo di domanda interna-esterna descritto nella figura nel Quadro B. Le modalità con cui quel ripristino avviene generano alcune differenze rispetto allo svolgersi dei processi del 1970-73 e del 1976 1/2-1979 1/2. A confronto di fasi simili, l'eredità del periodo di transizione porta a due condizioni di appesantimento e una di alleggerimento del quadro.

(i) La situazione è oberata dalle imponenti necessità di prestito degli USA, che innestano un problema di flusso, originato dal *deficit* commerciale, sul problema di *stock*, di mantenere cioè stabile la detenzione di dollari nei portafogli. Questa non è una situazione nuova, ma è nuova e inusuale la sua scala di dimensione. Le incompatibilità di obiettivi reali nella riga 1 della tavola 1 (modificata) sono esplosive, poiché gli USA sono spinti a correggere il conto commerciale mentre i paesi più indebitati sono costretti (dal segno negativo che hanno i trasferimenti finanziari nella casella 6) a tenere e accrescere un *surplus* nel conto merci e servizi; il tutto mentre gli A.P.I. tentano di evitare di cedere parte del loro *surplus*. Le incompatibilità hanno esito nelle difficoltà incontrate dagli USA per la correzione del *deficit* commerciale (il quale è in parte da considerare involontario) e nell'accumulo di riserve da parte degli A.P.I. Anche quest'esito è in parte involontario, dal momento che le banche centrali sono spinte al ruolo di compratori residuali per supplire alla riluttanza della finanza privata ad assorbire dollari e per impedire indesiderate e distruttive rivalutazioni nei confronti di quella valuta. La situazione si avvita su se stessa e impedisce una discesa significativa degli elevati tassi reali di interesse in tutta l'area industrializzata.

<sup>59</sup> Il ruolo del conto corrente nella determinazione dei tassi di cambio è discusso in COOPER (1982). Specificamente per il dollaro quel ruolo è esaminato da MARRIS (1985).

(ii) La fase di rivalutazione del dollaro e degli alti saggi di interesse conseguenti alla politica monetaria restrittiva degli USA (a cui fa da rinforzo la difficoltà di discesa e la debolezza del processo espansivo nella fase successiva) lascia il sistema mondiale con una serie di difficoltà a far fronte al debito accumulato dai paesi in via di sviluppo. In confronto ai riferimenti alla tavola 1 (modificata) per le fasi precedenti, il deflusso di dollari è assorbito senza portare a movimenti finanziari accomodanti per il R.d.M., per il quale il segno *ex post* della casella 6 è negativo e quello *ex ante* lo è ancora di più.

Di conseguenza, la nuova struttura incorpora altri circuiti di tipo 4 (oltre quelli già implicati nel deflusso di dollari) nel trasferimento *ex ante* che deve essere compiuto dal R.d.M. in connessione alle scadenze dei pagamenti in conto interesse e capitale. L'effettuazione reale del trasferimento può solo venire attraverso un *surplus* nell'interscambio di merci e servizi (nella casella 3). Ma la parte effettivamente realizzata di questo trasferimento è dovuta al *deficit* statunitense; per cui, se a questi paesi è evitata la bancarotta, ciò avviene al prezzo di una eccessiva accumulazione di debiti in cui incorre il paese più ricco. La parte non effettuata del trasferimento *ex ante*, che è di gran lunga più elevata, conduce a un meccanismo con movimenti di prezzi (ragioni di scambio) sfavorevoli al paese trasferente,<sup>60</sup> o a razionamento finanziario.

Questa situazione fragile ha ripercussioni reali nel taglio della domanda di importazioni del R.d.M., che si riflette ormai sulla stessa area industriale. Ha ripercussioni finanziarie nella vulnerabilità delle banche private, che hanno accumulato la maggior parte dei debiti in sofferenza. Poiché sono in maggioranza banche statunitensi, gli USA sono indotti a farsi carico delle esigenze più immediate di finanza compensativa, con ulteriore tensione sul dollaro. Tuttavia, sebbene esposti direttamente, gli USA hanno soltanto un ruolo di intermediazione; su base consolidata, i titoli di credito sono degli A.P.I. che sono nella confortevole posizione di essere creditori diretti degli USA e, quindi, meno interessati a fornire finanza compensativa.

(iii) La fase di alti saggi di interesse lascia come sola eredità con effetti di ammortizzatore delle tensioni presenti nel sistema una situazione cedente sui mercati delle materie prime: un evento anomalo rispetto

<sup>60</sup> Sebbene per motivi differenti, il meccanismo funziona in modo simile a quello del problema "classico" dei trasferimenti. Tuttavia, nel particolare problema di trasferimento in cui ci troviamo, le somme da trasferire sono fissate nella valuta del paese ricevente.



ad altre fasi di svalutazione del dollaro. Questo tipo di eredità consente un contenimento della minaccia inflazionistica, senza che ciò ridia una discrezionalità alle politiche economiche o abbia effetti spontanei fortemente espansivi, pari agli effetti depressivi che aveva avuto il *boom* dei prezzi su tali mercati.<sup>61</sup> La ragione è nel fatto che le altre eredità negative della fase di transizione pesano fortemente sull'economia mondiale e che questa circostanza le aggrava, accrescendo le difficoltà di chi ne è danneggiato e portandolo a reagire più velocemente di chi ne è favorito.

Per ora il quadro espansivo ha evitato le condizioni che lo minano dall'interno e, al tempo stesso, non ha acquistato alcuno slancio. Un mutamento di fase avrà anch'esso caratteristiche peculiari che risentono ancora delle alterazioni portate dal periodo di transizione. Il perdurare delle condizioni (i)-(iii) senza prospettive immediate di soluzione ha portato a peculiari ripercussioni interne (la caduta dei valori di borsa) e spinge a favore di una deflazione statunitense.

## 7. Conclusioni

L'oscillare dell'economia mondiale attorno a problemi di aggiustamento che in prima approssimazione possiamo considerare ricorrenti denota una instabilità di fondo del processo di formazione del reddito dal lato della domanda. Semplificando al massimo, possiamo inquadrare la situazione in cui è colta l'economia mondiale come una situazione nella quale il moltiplicatore mondiale nella sua forma di matrice non riesce a ricevere un rimando virtuoso e continuativo da una sorta di acceleratore mondiale (governato qui dalle politiche pubbliche), per il fatto stesso di non riuscire a generarlo. Quel rimando virtuoso e continuativo è bloccato dalla difficoltà a conciliare i vari obiettivi *ex ante* interni al processo e dalle reazioni a ciò che da tale processo emerge; e ancora, dalla discordanza *ex ante* tra flussi finanziari e reali e da condizioni finanziarie endogene che incidono sulla spesa.

Il complesso di questi aspetti dell'economia mondiale è stato qui riassunto nel termine di "fenomeni di imbrigliamento".

<sup>61</sup> Addirittura il prezzo del petrolio crolla, senza però che tutto quello che si è detto relativamente alle fasi della sua ascesa possa essere ripetuto all'inverso nelle fasi di discesa.

L'instabilità dei processi mondiali e la presenza di fenomeni di imbrigliamento richiede l'adozione di politiche di stabilizzazione e di intervento, dal momento che le possibilità di riattivare un circolo espansivo della domanda, coerente al suo interno, non può essere affidato a eventi spontanei.

Alla percezione di queste esigenze fa da velo sia una prospettiva analitica sia una prospettiva interpretativa.

La prospettiva analitica deriva dalla visione dominante dell'economia, che ruota attorno all'idea di una capacità autoregolatrice dei mercati e che implica centri gravitazionali di equilibrio verso i quali i processi si dirigono automaticamente. All'interno di questo paradigma, anche quando sia usato come espediente analitico, non è possibile in alcun modo dar conto degli aspetti rilevanti della realtà, il cui contesto è dominato da squilibri, instabilità delle risposte, fattori di soglia, incertezza, ritardi temporali, contrasti di segnali, emotività finanziaria, e incompatibilità reciproche dei piani di azione nei comportamenti individuali. Dentro quel paradigma si può solo arrivare alla conclusione che la convergenza naturale dei processi può unicamente essere disturbata dall'operare dell'autorità pubblica o da ostacoli istituzionali al funzionamento dei mercati (che, in ogni caso, ricreano un nuovo equilibrio).

Un contesto dominato dall'instabilità richiede un paradigma dell'instabilità, cioè del modo in cui essa è generata endogenamente. In una impostazione metodologica che studiasse processi in condizioni di permanente disequilibrio e di irreversibilità delle decisioni sarebbe molto più facile cogliere il fatto che tali processi, una volta iniziati, non implicano necessariamente un punto di arrivo. Anzi, il disequilibrio iniziale conduce più probabilmente a ulteriore disequilibrio, anche se di natura diversa, e in tal modo spinge a mutamenti istituzionali e di comportamento lungo il percorso. Di conseguenza, le aspettative non possono essere ancorate fermamente a qualche punto di convergenza, e nulla può essere dedotto circa le caratteristiche del "lungo periodo". L'ancoraggio può solo essere trovato in un quadro cooperativo di regole del gioco e di organizzazione dei mercati.

La prospettiva interpretativa che fa da velo alla percezione delle esigenze del sistema riguarda il ruolo dei fattori di offerta. La convinzione che le difficoltà sperimentate negli anni recenti vengano principalmente da fattori che hanno esercitato in modo diretto, e indipendentemente

dalla domanda, un'influenza negativa sulla propensione a produrre e ad allargare la capacità produttiva conduce alla conclusione che siamo di fronte a una serie di problemi che concernono i singoli contesti nazionali e che non sia corretto parlare di difficoltà in un meccanismo internazionale inteso come tale. È inerente a questa visione il convincimento che politiche dell'offerta siano di per sé sufficienti a determinare le condizioni per la crescita futura e, in più, che queste politiche debbano partire da un deciso controllo della domanda aggregata.

Da questa visione è derivata una sciagurata parola d'ordine (che ancora ha un certo richiamo): che per rimettere ordine nel sistema internazionale sarebbe bastato che ciascun paese mettesse ordine all'interno e che al di fuori di questa regola il sistema non avesse bisogno di altre.

Il riferimento ai fattori di incapsulamento come fattori che hanno dominato negli ultimi anni i processi dell'economia mondiale porta, invece, alla conclusione che il mondo soffra per limiti esterni piuttosto che per limiti interni alla crescita dei paesi membri. E conduce alla conclusione complementare che una serie di schemi e di regole di comportamento renderebbero l'economia mondiale più "organizzata" (nel senso che a questo termine davano gli economisti nei primi anni '40) e quindi più incline alla crescita. Anche se non è intenzione di questo saggio entrare nella discussione dell'argomento, va ricordato che in molti campi della moneta internazionale, del debito, della finanza, del commercio, dei trasferimenti e delle ragioni di scambio vi è materia per sollevare il mercato dal compito di risolvere le incompatibilità *ex ante* che ostacolano la stabilità del circolo interno-esterno di generazione della domanda. Ciò che è richiesto è una serie di soluzioni collettive e non di soluzioni "caso per caso".

SALVATORE BIASCO

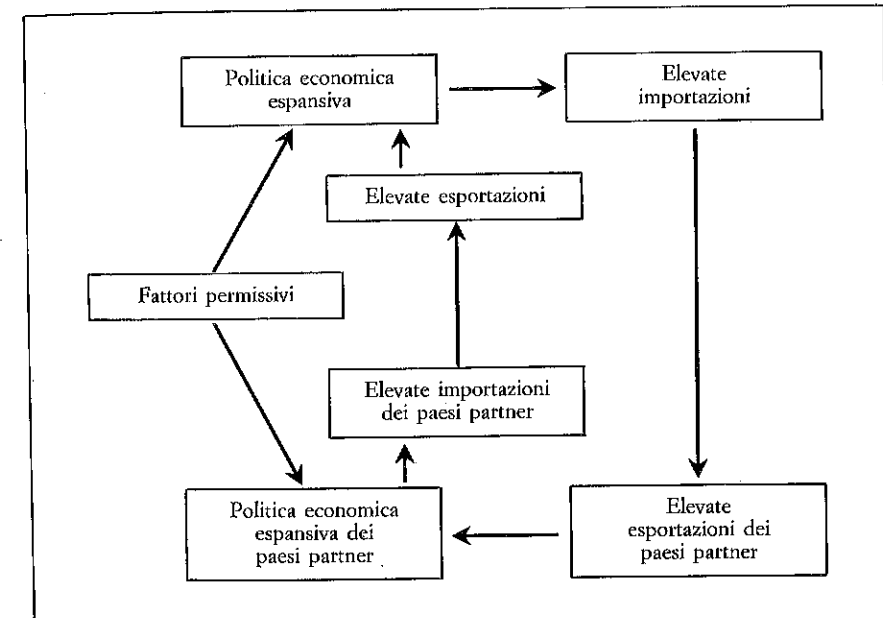
QUADRO RIASSUNTIVO A

SEQUENZE CAUSALI DI RELAZIONI AUTONOME-INDOTTE

- 1) reali → finanziarie con accomodamento (finanziario)
- 2) reali → finanziarie senza accomodamento (finanziario)
- 3) finanziarie → reali con accomodamento (reale) { problema dei trasferimenti
- 4) finanziarie → reali senza accomodamento (reale) { problema dei trasferimenti  
aggiustamento di portafoglio
- 5) decisioni reali influenzate da considerazioni finanziarie

QUADRO RIASSUNTIVO B

CIRCUITO DI DOMANDA INTERNA - DOMANDA INTERNAZIONALE



## FLUSSO DEI PAGAMENTI 1950-1959

	USA	Altri paesi industriali (4)	Resto del mondo
1) Beni e servizi	1 +	2 +	3 -
2) Trasferimenti e partite assimilate (1)	4	5	6
3) Movimenti di capitale (2)	- → 0 → +		
4) Saldo 1 + 2 + 3	7 -	8 +	9 0
5) Posizione delle banche centrali e partite assimilate (3)	10 -		
		11 +	

- (1) Include anche riscossioni e pagamenti di interessi, dividendi, rimesse e spese militari.  
 (2) Comprende tutti i movimenti di capitale non inclusi nella riga 5, compresi errori ed omissioni. Le entrate nette hanno segno + e le uscite nette segno -.  
 (3) Include le riserve in valuta (e i prestiti e crediti compensativi contratti da agenzie pubbliche dei paesi industrializzati). L'aumento dei crediti ha segno +, l'aumento dei debiti ha segno - (viceversa per la diminuzione).  
 (4) Si riferisce ai paesi Ocse esclusi USA, Grecia, Islanda, Portogallo, Turchia e Jugoslavia.

TABELLA 2

## FLUSSI DEI PAGAMENTI 1974-1976½ (1)

	USA	Altri paesi industriali	Opec (3)	Resto del mondo
1) Beni e servizi	1 0	2 -	3 +	4 -
2) Trasferimenti e partite assimilate	5 0	6 -	7 +	8 +
3) Movimenti di capitale	9 0	10 +	11 +	12 +
4) Saldo 1 + 2 + 3	13 0	14 0	15 +	16 0
5) Posizione delle banche centrali e partite assimilate		15		
			16 +	

- (1) Valgono tutte le avvertenze della tabella 1.  
 (2) Attività e passività degli "Altri Paesi Industriali" aumentano parallelamente, nel senso che il segno - della casella 14 si cancella con il segno + della casella 15.  
 (3) Tutte le attività dei paesi Opec sono considerate come ufficiali; i corrispondenti piazzamenti sono considerati come entrata di capitale nelle aree verso cui si dirigono.

## BIBLIOGRAFIA

- ALIBER R.Z., 1978, *Exchange Risk and Corporate International Finance*, London.  
 BALASSA B., 1963, "Some Observations on Mr. Beckerman's 'Export-propelled' Growth Model", *The Economic Journal*, December.  
 BECKERMAN W., 1962, "Projecting Europe's Growth", *Economic Journal*, December.  
 BECKERMAN W., 1965, "Demand, Export and Growth," Chap. II of Beckerman W. et al. *The British Economy in 1975*, London.  
 BIASCO S., 1979, *L'inflazione nei paesi capitalistici industrializzati. Il ruolo della loro interdipendenza, 1968-1978*, Milano.  
 BIASCO S., 1985, "Dollar Circuits and Theories of Currency Transactions", working paper, Department of Economic Sciences University of Rome.  
 BIASCO S., 1987, "Currency cycles and the international economy", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March.  
 BILSON J.F.O., 1979, "The 'Vicious Circle' Hypothesis", *IMF Staff Papers*, March.  
 BOOTHE P., 1983, "Speculative Profit Opportunities in the Canadian Foreign Exchange Market, 1974-78", *Canadian Journal of Economics*, No. 4.  
 BOSWORTH B. and DUESENBERY J.S., 1973, "A Flow of Fund Model and its Implications in *Issues in Federal Debt Management*, Federal Reserve Bank of Boston.  
 BOSWORTH B. and LAWRENCE Z.R., 1982, "Commodity Prices and the New Inflation", Brookings Institution, Washington.  
 BRANSON W.H., 1977, "Assets Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination", *Sozialwissenschaftliche Annalen des Instituts für Höhere Studien*, Nr. 1.  
 CAVES R.E., 1970, "Export-Led Growth: the Postwar Industrial Setting" in Eltis W.A. and Wolfe J. (eds.), *Induction, Growth and Trade: Essays in Honour of Sir Roy Harrod*, Oxford.  
 CILIO M., 1984, "Squilibrio e Compatibilità Ex-Post - note sulla scuola svedese", *Rivista internazionale di Scienze sociali*, N. 2-3 Aprile-Settembre.  
 COOPER R.N., 1968, *The Economics of Interdependence*, New York.  
 COOPER R.N., 1982, "Flexible Exchange Rates, 1973-1980. How Bad Have They Really Been?" in Cooper R. et al. (eds.), *The International Monetary System under Flexible Exchange Rates*, Cambridge.  
 CUMBY R.E., 1984, "International Interest Rate and Price Level Linkages under Flexible Exchange Rates: A Review of Recent Experience" in Bilson J.F.O. and Marston R.C. (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago.  
 DUESENBERY J.S., 1962, "A Process Approach to Flow-of-Funds Analysis" in NBER, *The Flow of Fund Approach to Social Accounting*, Princeton.  
 DORNBUSCH R. and FISHER S., 1980, "Exchange Rates and the Current Account", *American Economic Review*, December.  
 DUNN R.M. JR., 1979, "Exchange Rates, Payments Adjustment, and Opec: Why Oil Deficits Persist", *Essays in International Finance*, No. 137, December.  
 EKKER M.H., 1950, "Equilibrium of International Trade and International Monetary Compensations" in *Weltwirtschaftliches Archiv*, Nr. 2.  
 FRANKEL J.A. and FROOT K.A., 1986a, "Interpreting Tests of Forward Discount Bias Using Survey Data on Exchange Rate Expectations", NBER, working paper.  
 FRANKEL J.A. and FROOT K.A., 1986b, "The Dollar as a Speculative Bubble: a Tale of Fundamentalists and Chartists", NBER, working paper.  
 FRISCH R., 1934, "Circulation Planning: Proposal for a National Organization of A Commodity and Service Exchange, *Econometrica*, vol. 2.  
 FRISCH R., 1947, "On the Need for Forecasting a Multilateral Balance of Payments, in *American Economic Review*, September.  
 GOLUP S.S., 1983, "Oil Prices and Exchange Rates", *Economic Journal*, September.  
 GOODWIN R.M., 1983, "The World Matrix Multiplier", in *Essays in Linear Economic Structures*, Chap. III, London.

- GRAZIANI A., 1969, *Lo sviluppo di un'economia aperta*, Napoli.
- HANSSON B., 1982, *The Stockholm School and the Development of the Dynamic Method*, London.
- HICKS J., 1979, *Causality in Economics*, London.
- HILGERDT F., 1944, "The Case for Multilateral Trade", *American Economic Review*, May.
- KALDOR N., 1966, "Causes of the slow rate of economic growth in the United Kingdom", Inaugural Lecture at the University of Cambridge, November.
- KALDOR N., 1971, "Conflicts in National Economic Objectives", in Kaldor N. (ed.), *Conflicts in Policy Objectives*, Oxford.
- KOURI P.J.K., 1976, "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach", *Scandinavian Journal of Economics*, No. 2.
- KRUGMAN P., 1983, "Oil and the Dollar" in Bhandari J.S. and Putman B.H. (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge.
- LAMFALUSSY A., 1963, *The United Kingdom and the Six: An Essay on Economic Growth in Western Europe*, Homewood.
- LAURSEN S. and L.A. METZLER, 1950, "Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment", *Review of Economics and Statistics*, November.
- LEAGUE OF NATIONS, 1942, *The Network of World Trade*, Geneva.
- LEVICH R.M., 1985, "Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behaviour, Rate Determination and Market Efficiency", in Jones R.W. and Kenen P.B. (eds.), *Handbook of International Economics*, Amsterdam.
- LINDAHL E., 1939, *Studies in the Theory of Money and Capital*, London.
- LINDAHL E., 1953, "On Keynes Ekonomiska System", *Economisk Tidskrift*, n. 2.
- LUNDBERG E., 1936, *Studies in the Theory of Economic Expansion*, London.
- MACHLUP F., 1968, "The Transfer Gap of the United States", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September.
- MARRIS S., 1985, "Deficits and the Dollar", Institute for International Economics, Washington.
- MCKINNON R.I., 1978, "Exchange-Rate Instability, Trade Imbalances, and Monetary Policies in Japan and the United States", working paper, Stanford University.
- MYRDAL G., 1939, *Monetary Equilibrium*, London.
- MINSKY H.P., 1957, "Monetary System and Accelerator Models", *The American Economic Review*, December.
- SCHULMEISTER S., 1987, "An Essay on Exchange Rate Dynamics", Austrian Institute of Economic Research, working paper.
- SOHMEN E., 1974, "Exchange Rates, Terms of Trade and Employment: Pitfalls in Macroeconomic Models of Open Economies", *Kyklos*, No. 3.
- STEINHERR A., 1981, "Effectiveness of Exchange Rate Policy for Trade Account Adjustment", *IMF Staff Papers*, No. 1.
- SYLOS LABINI P., 1984, "New Aspects of the Cyclical Development of the Economy", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March.
- TERMINI V., 1981, "Logical, Mechanical and Historical Time in Economics", *Economic Notes*, Vol. 10.
- VANDENBROUCKE F., 1984, "Conflicts in International Economic Policy and World Recession. A Theoretical Analysis", Department of Applied Economics, Cambridge, working paper.
- WALLICH H. and GRAY J.A., 1980, "Stabilization Policy and Vicious and Virtuous Circles", in Chipman J.S. and Kindleberger (eds.), *Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments: Essays in Memory of Egon Sohmen*, Amsterdam.
- WHITMAN M., 1974, "The Current and the Future Role of the Dollar: How Much Symmetry", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3.
- YEAGER L. B., 1976, *International Monetary Relations: Theory, History and Policy*, New York.