

## Il disavanzo pubblico degli Stati Uniti, il dollaro e l'Europa \*

Il disavanzo pubblico statunitense, il tasso d'interesse reale a lungo termine negli Stati Uniti e il valore internazionale del dollaro sono al centro della macroeconomia mondiale. Ma c'è un notevole disaccordo sul ruolo dei disavanzi nella ripresa economica, sulla relazione fra deficit e tassi d'interesse, e sulla relazione fra costi e benefici — sia per gli Stati Uniti sia per l'Europa — di un dollaro forte. C'è dissenso anche sulla praticabilità e desiderabilità di assicurare o accelerare la ripresa in Europa con politiche economiche attive.<sup>1</sup>

Questo articolo passa in rassegna e tenta di valutare alcune di queste controversie, soffermandosi su quattro punti.

Iniziamo con una valutazione della situazione corrente, concludendo che l'impressione che la politica fiscale americana regoli le caratteristiche della ripresa attuale è corretta. Questo ci porta a concentrare l'attenzione sulle caratteristiche di una ripresa guidata dalla politica fiscale. E a discutere se, come viene spesso sostenuto, ampi disavanzi possano ritardare o addirittura soffocare la ripresa ben prima che l'economia mondiale torni al pieno impiego.

In terzo luogo, esaminiamo il problema della rivalutazione del dollaro. È davvero una conseguenza della politica fiscale americana? È soltanto un fenomeno temporaneo, che ha buone probabilità di scomparire di fronte all'aumento del disavanzo commerciale statunitense?

Infine, consideriamo le scelte di politica economica offerte all'Europa. Come l'Europa dovrebbe reagire? Uniformarsi ai disavanzi degli Stati Uniti oppure, al contrario, aumentare la propria disciplina fiscale?

---

\* L'articolo è pubblicato col consenso della Commissione CEE e del Centre for European Policy Studies, dai quali era stato originariamente commissionato.

<sup>1</sup> Alcuni aspetti di questa controversia sono stati colti in un recente lavoro di PAUL DE GRAUWE e MICHELE FRATIANNI, "Us Economic Policies: Are They A Burden on the Rest of the World?", ciclostilato, Università Cattolica di Lovanio, giugno 1983.

C'è spazio perché la politica monetaria integri quella fiscale? Secondo noi in Europa una espansione fiscale temporanea e articolata appare ancora desiderabile e realizzabile.

## 1. Uno sguardo d'insieme

### La ripresa

La previsione fatta in ottobre '83 dal DRI e riportata nella tabella 1 indica una crescita sostenuta negli Stati Uniti per il 1983 e il 1984, che induce una ripresa a livello mondiale, e una crescita lenta, in un certo senso deludente ma pur sempre positiva, anche per l'Europa.

TABELLA 1

PREVISIONE DI CRESCITA IN TERMINI REALI, EFFETTUATA DAL DRI:  
OTTOBRE 1983

	1983	1984	1985
Mondo	1,9	3,6	3,0
USA	3,3	5,3	3,2
Giappone	3,4	3,8	4,0
Europa *	0,5	1,9	2,4

\* Francia, Germania, Italia e Regno Unito.

Fonte: *The Data Resources Review of the US Economy*, ottobre 1983, Tabella 7.1.

Contrariamente a ciò che era avvenuto nel caso della breve ripresa statunitense del 1980, anche l'inflazione è scesa notevolmente; ancora una volta la riduzione è stata maggiore negli Stati Uniti che in Europa.

Allo stesso tempo, i tassi d'interesse sono elevati sia negli USA sia in Europa. La tabella 2 mostra una struttura per scadenza dei tassi d'interesse americani inclinata positivamente, con un notevole premio per le obbligazioni a lunga scadenza rispetto ai buoni del Tesoro a breve termine.

Almeno per i titoli a breve termine, a questi alti valori dei tassi nominali corrispondono elevati tassi di interesse reali. Secondo una stima approssimativa, il tasso d'interesse reale a breve — calcolato come differenza fra il tasso nominale a tre mesi e il tasso d'inflazione negli ultimi dodici mesi — è circa il 5% negli Usa, il 5,5% nel Regno Unito, e il 3% in Francia e Germania.<sup>2</sup> Gli alti tassi reali a breve sono conseguenza di una politica monetaria restrittiva.

TABELLA 2

STRUTTURA PER SCADENZA DEI TASSI D'INTERESSE NEGLI STATI UNITI  
(7 Ottobre 1983)

Cambiali a 3 mesi	Cambiali a 6 mesi	Cambiali a 1 anno	Titoli a 5 anni	Titoli a lungo termine
8,64	8,92	8,97	11,18	11,40

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Infine, la rivalutazione reale del dollaro non mostra segni di indebolimento e la perdita di competitività degli Stati Uniti rispetto all'Europa è notevole. La tabella 3 riporta gli indici dei prezzi all'esportazione per i prodotti manifatturati:

TABELLA 3

INDICI DEI PREZZI ALLE ESPORTAZIONI PER MACCHINARI  
E MEZZI DI TRASPORTO  
(Indice dei prezzi alle esportazioni in dollari, 1975 = 100)

	Macchinari			Macchinari elettrici			Mezzi di trasporto		
	G	J	US	G	J	US	G	J	US
1979	156	133	134	146	115	121	158	141	140
1982	137	130	178	124	107	152	140	129	188
1982:4	134	128	178	121	104	153	137	122	194

Nota: G=Germania, J=Giappone, US=Stati Uniti; macchinari esclusi i macchinari elettrici.

Fonte: *UN Monthly Bulletin of Statistics*, vari anni.

<sup>2</sup> Tasso d'inflazione: tasso di variazione dell'indice dei prezzi al consumo negli ultimi dodici mesi. Fonte: *European Economy*, agosto-settembre 1983.

### Politica monetaria e politica fiscale

*Politica monetaria.* È chiaro che si è verificato un mutamento nella politica monetaria statunitense a partire dal 1979-80; ma le cifre sulla quantità di moneta non forniscono un quadro chiaro. La tabella 4 indica lo sviluppo di M2, la crescita del reddito nominale e l'andamento della velocità di circolazione della moneta negli Stati Uniti per il periodo 1979-83.

TABELLA 4

CRESCITA DELLE QUANTITÀ DI MONETA, DEL REDDITO NOMINALE  
E DELLA VELOCITÀ DI CIRCOLAZIONE DELLA MONETA

	Moneta	Reddito nominale	Velocità di circolazione
1979-80	6,9	8,4	1,5
1980-81	10,5	12,9	2,4
1981-82	9,1	5,4	-3,7
1982-83	13,2	6,2	-6,7

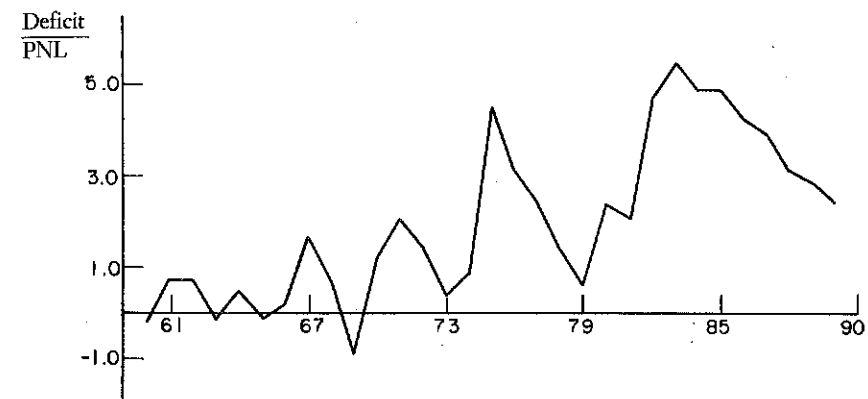
Nota: I tassi di crescita sono calcolati secondo trimestre su secondo trimestre.

Le variazioni della velocità di circolazione della moneta non correlate con i tassi d'interesse e un indirizzo favorevole alla predeterminazione di obiettivi monetari creano incertezza sul corso futuro della politica monetaria. Se l'inflazione dovesse accelerarsi nuovamente, si potrebbe incolpare di questo fatto l'alto tasso di crescita dell'offerta di moneta, fino a indurre le autorità monetarie a un'insufficiente condiscendenza verso movimenti preoccupanti della domanda di moneta. Se, invece, le variazioni della velocità di circolazione non fossero permanenti e avessero la tendenza ad autocorreggersi, le autorità monetarie ridurrebbero la crescita dell'offerta di moneta in modo sufficientemente rapido? Così, anche se molto diffusa, la previsione di una politica monetaria restrittiva, sia negli Stati Uniti sia in Europa, non è considerata del tutto certa.

*Politica fiscale.* Le caratteristiche della politica fiscale degli Stati Uniti sono notevolmente diverse da quelle della politica fiscale europea. Mentre in Europa i disavanzi pubblici correnti sono ampi ma per lo più ciclici (con forti differenze da paese a paese) i disavanzi degli Stati Uniti, un tempo contenuti, stanno aumentando rapidamente. Nel grafico 1 si possono osservare i disavanzi rilevati e previsti dal 1960 al 1990.

FIGURA 1

DISAVANZO PUBBLICO USA  
(% del PNL)



A legislazione invariata, ci si può attendere che i disavanzi continuino fino alla fine degli anni '80, anche se l'economia si avvicina al pieno impiego.

A seguito delle misure adottate nel giugno 1983, un certo controllo della spesa e delle entrate potrebbe limitare l'evoluzione dei disavanzi. Ma anche in questa ipotesi i disavanzi resterebbero elevati per tutti gli anni '80, come indica la tabella 5.

TABELLA 5

DISAVANZO PUBBLICO USA  
(Disavanzo effettivo in % del PNL)

1982	1983	1984	1986-90	1990
4,8	5,5	4,9	3,6	2,5

Fonte: Economic Report of the President e Data Resources, Review of the US Economy.

Ci si aspetta, ad esempio, che dal 1983 al 1985 il disavanzo pubblico di pieno impiego cresca ancora di circa 40 miliardi di dollari. Anche se previsioni di questo tipo non sono disponibili per i paesi europei, appare improbabile che si possano verificare disavanzi di tale entità per la Comunità Europea e, in particolare, per il Regno Unito e la Germania.

*Interpretazioni degli alti tassi d'interesse*

Un'analisi della ripresa richiede la valutazione della relazione esistente fra tassi d'interesse e politica economica. Il compito è difficile, poiché inflazione attesa e tassi d'interesse reali non sono rilevabili separatamente, e, inoltre, i tassi d'interesse a lunga scadenza non dipendono dalla politica corrente, ma da quella attesa in futuro.

Se si considerano i tassi d'interesse nominali a lunga scadenza come la somma dei tassi d'interesse reali — determinati dall'uguaglianza di investimenti e risparmi di piena occupazione — e dell'inflazione attesa, si potrebbe pensare che l'elevato livello dei tassi d'interesse nominali rifletta semplicemente un'alta inflazione attesa. Senonché, come abbiamo visto, le indicazioni disponibili danno per probabile una politica monetaria restrittiva; inoltre, i tassi d'interesse a lunga scadenza sono aumentati mentre l'inflazione diminuiva, e le loro variazioni sembrano largamente indipendenti da variazioni nel tasso d'inflazione. In definitiva, non esiste una prova chiara a favore dell'ipotesi dell'influenza dell'inflazione sui tassi d'interesse a lungo termine.

Secondo una prima spiegazione suggerita da "economisti dell'offerta", alti tassi d'interesse reali rifletterebbero uno spostamento verso l'esterno della scheda degli investimenti rispetto a quella dei risparmi. Questo spostamento della scheda degli investimenti sarebbe dovuto, in parte, a migliori opportunità d'investimento e, in parte, a un trattamento fiscale più favorevole di investimenti e profitti. Peraltro, anche i risparmi possono rispondere a misure di politica economica: i risparmi privati possono aumentare al verificarsi di un disavanzo pubblico, se la gente si rende conto che il disavanzo implica, in un secondo tempo, tasse più elevate. La scheda del risparmio può persino spostarsi verso l'esterno a causa di una elevata elasticità rispetto ai rendimenti al netto del prelievo fiscale, rendimenti che aumentano al ridursi dell'imposta personale sul reddito.<sup>3</sup> In questo schema proposto da "economisti dell'offerta", alti tassi d'interesse reali riflettono in genere un elevato prodotto marginale atteso. L'ipotesi di un movimento verso l'esterno della domanda attesa d'investimenti al livello di pieno impiego ha una certa attrattiva; ma dubitiamo della sua importanza quantitativa.

La seconda possibile spiegazione degli alti tassi d'interesse reali ha le sue radici nei recenti cambiamenti della struttura stocastica dell'eco-

<sup>3</sup> Per una raccolta di articoli concernenti l'economia dell'offerta (supply-side), cfr. B. BARLETT e T. ROTH, *The Supply Side Solution*, Chatham House, 1983.

nomia. Una prima ipotesi in questo contesto, suggerita tra gli altri da Nordhaus e basata su un precedente lavoro di Modigliani e Shiller,<sup>4</sup> suggerisce che le procedure operative della Federal Reserve dopo il 1979 comportano una maggiore variabilità dei tassi d'interesse a breve; e che ciò, a sua volta, induce un aumento del livello dei tassi d'interesse a lungo termine. È molto difficile, però, riscontrare nei dati più recenti questo effetto di varianza. Questa prima ipotesi interpretativa implica la necessità di tassi di rendimento più elevati sulla maggior parte delle attività.

Seppure nel contesto dei cambiamenti della struttura stocastica dell'economia, una seconda ipotesi implica invece tassi di rendimento più elevati sulle obbligazioni, ma non necessariamente sulle altre attività. Essa considera i rendimenti richiesti dal punto di vista delle scelte di portafoglio: le obbligazioni a lunga scadenza sono solo una delle attività detenute dagli investitori e nei portafogli sono in concorrenza con altre attività, in particolare con le azioni. Il rendimento delle obbligazioni a lunga scadenza rispetto a quello delle altre attività dipende dal grado di correlazione dei rendimenti delle obbligazioni stesse con gli altri rendimenti di mercato. Se questa relazione si modifica, cambia il premio per il rischio. Dati recenti suggeriscono che la correlazione dei rendimenti delle obbligazioni a lunga scadenza con gli altri tassi del mercato è aumentata: poiché ora le obbligazioni garantiscono una minore protezione, il tasso di rendimento richiesto è aumentato.<sup>5</sup>

Questa seconda ipotesi interpretativa è suggestiva, perché può aiutare a spiegare le notevoli differenze di comportamento del mercato delle obbligazioni rispetto a quello delle azioni nell'ultimo anno: i prezzi delle obbligazioni infatti sono scesi mentre quelli delle azioni sono aumentati. L'aumento dei prezzi delle azioni è stato di circa il 30% in molti paesi, inclusi alcuni paesi nei quali la ripresa non è ancora cominciata, come la Francia.

Una terza ipotesi interpretativa è strettamente collegata alla seconda, e anch'essa implica movimenti diversi nei tassi di rendimento

<sup>4</sup> W. NORDHAUS, "Interest Rate Volatility", Discussion Paper della Cowles Commission, Università di Yale, 1982. F. MODIGLIANI e R. SHILLER, "Inflation, Rational Expectations and the Term Structure of Interest Rates", *Economica*, febbraio 1973. Le loro stime suggeriscono che un aumento della deviazione standard dei tassi a breve di 100 punti base indurrebbe un aumento di circa 15-20 punti nei tassi di interesse a lunga scadenza.

<sup>5</sup> Si confronti Z. BODIE, A. KARL e R. McDONALD, "Why Real Rates Are so High", NBER working paper 1141, giugno 1983.

delle obbligazioni governative rispetto a quelli delle altre attività. Essa si impernia sugli effetti di previsti ingenti disavanzi pubblici. Questi disavanzi accrescono l'offerta *relativa* di debito pubblico. Per indurre gli investitori ad assorbire la maggiore offerta nel proprio portafoglio, il rendimento del debito pubblico deve aumentare relativamente al rendimento delle altre attività. L'aumento, inoltre, deve essere tanto maggiore quanto più gli operatori sono avversi al rischio; potrebbe pertanto essere, almeno in linea di principio, elevato.

Le ipotesi che si basano — come le due ora ricordate — sul premio di rischio offrono spiegazioni interessanti dell'eccezionale aumento dei tassi d'interesse a lungo termine; ma non siamo in grado di quantificarne l'importanza.

Passiamo alle ultime due spiegazioni. Sono quelle tradizionali: politica monetaria restrittiva e blanda politica fiscale.

L'ipotesi che una politica monetaria restrittiva sia la causa di tassi d'interesse elevati è certo plausibile per i tassi d'interesse a breve termine; ma non è soddisfacente quando si vogliono spiegare i tassi d'interesse a lungo termine. Poiché la struttura per scadenza dei tassi d'interesse è inclinata positivamente, si dovrebbe credere in uno squilibrio persistente e, invero, *crescente*, tra domanda e offerta di moneta. Ciò significherebbe un conflitto continuo tra il tentativo della *Federal Reserve* di ridurre la crescita nominale dell'offerta di moneta per portare, alla fine, il tasso d'inflazione a zero, e l'incapacità dell'economia di disinflarsi ad un ritmo corrispondente. Una struttura dei tassi d'interesse inclinata positivamente fino a dieci anni di scadenza richiede che lo *stock* di moneta reale continui a mantenersi basso rispetto al prodotto o, in altre parole, che il processo di disinflazione sia più lento e faticoso di quanto perfino James Tobin lo prospetti nel suo studio del 1980.<sup>6</sup>

Una ipotesi più plausibile è che una decelerazione prolungata dell'offerta di moneta induca una struttura per scadenze "a gobba". La disinflazione iniziale farebbe aumentare — effetto di stretta monetaria — i tassi d'interesse in modo netto; ma alla fine, dopo forse tre o quattro o cinque anni, prevarrebbe una maggiore credibilità della politica economica che consentirebbe una disinflazione notevolmente più rapida. A questo punto subentra, quanto meno, un relativo allentamento monetario che porta a un ribasso dei tassi d'interesse rispetto ai livelli

<sup>6</sup> JAMES TOBIN, "Stabilization Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1980, 1.

iniziali. L'assenza di una struttura per scadenza "a gobba", pertanto, suggerisce che la politica monetaria restrittiva non è di per sé la spiegazione appropriata per gli elevati tassi d'interesse a lungo termine.

L'ultima spiegazione chiama in causa la politica fiscale. Pubbliche discussioni negli Stati Uniti, quanto meno il dibattito fra il Segretario del Tesoro e il Presidente del "Council of Economic Advisors", hanno additato nel deficit pubblico il fattore chiave per spiegare l'altezza dei tassi d'interesse. Fino a quando l'economia non si trova al livello di pieno impiego, la combinazione di disavanzi e politica monetaria restrittiva fa aumentare i tassi d'interesse reali; quando si giunge alla piena occupazione, i disavanzi riducono il risparmio totale e richiedono un aumento del tasso d'interesse reale di equilibrio. I tassi correnti a lungo termine riflettono semplicemente questa sequenza anticipata di tassi reali a breve futuro elevati fino alla fine degli anni '80. (Le previsioni correnti indicano per gli Stati Uniti un deficit del 2% del PNL o anche di più, fino alla fine del secolo.)<sup>7</sup> Questa spiegazione degli alti tassi d'interesse sembra di gran lunga la più plausibile e la più importante sotto il profilo quantitativo.

## 2. La ripera può fermarsi?

Per il momento non consideriamo le differenze esistenti nella politica fiscale dell'Europa e degli Stati Uniti e guardiamo, invece, agli effetti di una politica fiscale "mondiale" sulla ripresa mondiale. Tralasciamo anche i problemi dell'offerta aggregata; prescindiamo cioè dalla questione se il livello di disoccupazione keynesiana sia di dimensioni sufficienti a far sì che gli aumenti della domanda aggregata si trasferiscano in aumenti di prodotto.<sup>8</sup> Concentriamo l'attenzione sugli effetti di disavanzi pubblici sulla domanda aggregata. Si è sostenuto che l'attesa di disavanzi futuri può influenzare la velocità e forse anche la dimensione della ripresa — chiameremo tesi CEA ("Council of Economic Advisors") questa posizione. La tesi CEA è stata però rifiutata decisamente dal Tesoro statunitense, che così la presenta in un importante studio:<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Fonte dei dati: *Review of the Us Economy*, ottobre 1983.

<sup>8</sup> Per una discussione di questo punto, cfr. G. BASEVI, O. BLANCHARD, W. BUTER, R. DORNBUSCH e R. LAYARD, "Macroeconomic Prospects and Policies for the European Community", CEPS, 1, Bruxelles, aprile 1983.

<sup>9</sup> TESORO USA, ufficio del segretario della politica economica, "Government Deficit Spending and its Effects on Prices of Financial Assets", Washington DC, maggio 1983.

«Un'altra versione del problema, in termini di tassi d'interesse reali, è piuttosto contorta. Eccone la linea logica. Il deficit del 1983 non deprime l'economia nel 1983. Il deficit atteso per il 1988 è di dimensioni così ampie che, data la domanda privata attesa per fondi di investimento, si traduce in un tasso d'interesse atteso nel 1988 troppo elevato per consentire un ritorno al pieno impiego nel 1983. L'arbitraggio tra i tassi d'interesse attuali (1983) e futuri (1988), pertanto, mantiene i tassi d'interesse a lungo termine del 1983 più alti di quanto sarebbe compatibile con la ripresa economica nel 1983.»

Per chiarire il problema si consideri un modello del rapporto tra disavanzi pubblici e livelli di attività economica.<sup>10</sup> Si assuma che la domanda aggregata dipenda da un indice di espansione fiscale, indicato da  $g$ , e dal tasso d'interesse reale a lungo termine, indicato da  $R$ . L'indice di espansione fiscale  $g$  aumenta all'aumentare della spesa pubblica, del disavanzo e del debito.

$$(1) y = eg - fR$$

La condizione di equilibrio del mercato monetario fornisce una relazione tra il logaritmo della quantità reale di moneta,  $(m-p)$ , il tasso d'interesse nominale a breve termine,  $i$ , e il prodotto,  $y$ :

$$(2) i = hy - k(m-p)$$

La relazione tra  $R$  e  $i$  è fornita dall'equazione della struttura per scadenza dei tassi d'interesse:

$$(3) R - \dot{R}/R = i - \dot{p}$$

L'equazione della struttura per scadenza dei tassi d'interesse stabilisce l'uguaglianza tra i rendimenti totali sui titoli a lungo e a breve termine, in altre parole tra il tasso di interesse sui titoli a lungo termine più i guadagni in conto capitale,  $R - \dot{R}/R$ , da un lato, e il tasso d'interesse sui titoli a breve dall'altro lato. Da questa relazione si ricava il tasso d'interesse reale a lungo termine in funzione della sequenza di tassi d'interesse reali futuri attesi a breve termine.

Un'equazione che considera l'inflazione come funzione della deviazione del prodotto dal suo valore di pieno impiego, opportunamente normalizzato per farlo risultare nullo, chiude il modello:

<sup>10</sup> Per maggiori dettagli su questo punto e per un'analisi focalizzata sul mercato delle azioni, cfr. O. BLANCHARD, "Output, The Stock Market and Interest Rates", *American Economic Review*, 1981, pagg. 132-143.

$$(4) \dot{p} = \alpha y$$

dove, per semplicità, si è assunto che la crescita nominale di moneta sia nulla.

Raccogliendo le equazioni 1 - 4 si ottiene:

$$(5) \dot{R}/R = R(1+f(h-\alpha)) - (h-\alpha)eg + k(m-p),$$

dove assumiamo  $h-\alpha \geq 0$ .

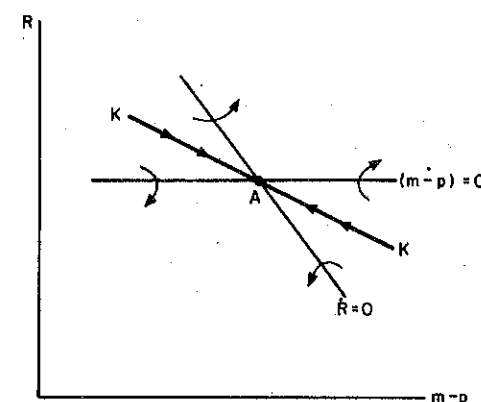
L'andamento dei saldi monetari reali è dato da:

$$(6) (\dot{m}-p) = -\alpha(eg-fr)$$

La figura 2 rappresenta la dinamica del sistema dato dalle equazioni 5 e 6, per un dato valore di  $g$ .  $KK$  indica la traiettoria stabile.<sup>11</sup>

FIGURA 2

AGGIUSTAMENTO ALL'EQUILIBRIO DI STATO STAZIONARIO

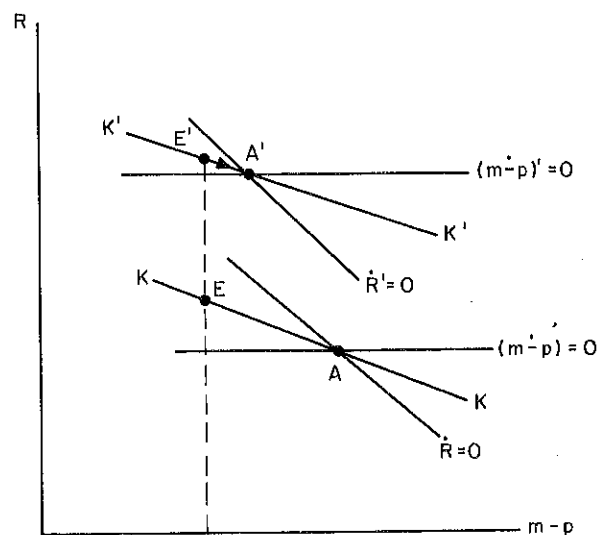


Supponiamo, facendo riferimento alla figura 3, che l'economia si trovi inizialmente al punto E, cioè in una situazione di recessione. Se, a questo punto, viene deciso un aumento permanente della spesa pubblica corrente, il nuovo equilibrio di lungo periodo sarà ad A' sulla retta K'K'. La prima conseguenza dell'aumento della spesa pubblica è un rialzo del tasso d'interesse reale a lungo termine, uno spostamento, cioè,

<sup>11</sup> La dinamica del "perfect foresight" è analizzata molto a fondo in D. BEGG, *The Rational Expectations Revolution in Economics*, Philip Alan, Oxford, 1982 e Johns Hopkins University Press, 1983 e in S. SHREFFIN, *Rational Expectations*, Cambridge University Press, 1983.

FIGURA 3

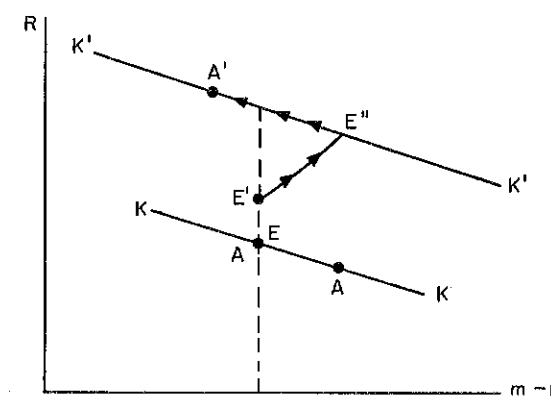
## EFFETTI DI UN AUMENTO PERMANENTE DELLA SPESA PUBBLICA



da E ad E', dove l'economia è ancora in recessione. Nel tempo, però, l'economia tende a convergere verso il punto A', che esprime il nuovo equilibrio di stato stazionario. In A' i tassi d'interesse reali sono più alti e, data una struttura per scadenza dei tassi d'interesse piatta e inflazione nulla, l'aumento del tasso d'interesse reale ha indotto una diminuzione dei saldi monetari reali di equilibrio. Si noti che durante il processo di aggiustamento il tasso d'interesse è aumentato al di sopra di quello che risulta essere il livello di equilibrio. Ciò si verifica nel caso di una espansione fiscale di dimensioni ridotte, tale che il livello iniziale dei saldi reali risulti troppo basso rispetto al nuovo equilibrio di stato stazionario. Il fatto che il tasso d'interesse reale oltrepassa il livello di equilibrio assicura una recessione continua, sebbene più contenuta, che induce deflazione e, pertanto, il necessario aumento dei saldi monetari reali. Risulta chiaro dalla figura 3 che la deflazione, misurata dalla diminuzione dei saldi monetari reali nel passaggio dalla posizione iniziale di recessione allo stato stazionario, è piuttosto ridotta. In questo senso, un'espansione fiscale riduce il grado di deflazione necessaria o l'ampiezza e/o durata necessaria della recessione. Risulta anche chiaro che un'espansione fiscale sufficientemente ampia, nonostante l'aggiustamento dei tassi d'interesse reali a lungo termine, può indurre uno spostamento immediato dell'economia da una situazione di recessione ad un nuovo stato stazionario o anche oltre, ad una situazione di boom.

FIGURA 4

## EFFETTI DI UN AUMENTO PERMANENTE DI SPESA IN FUTURO



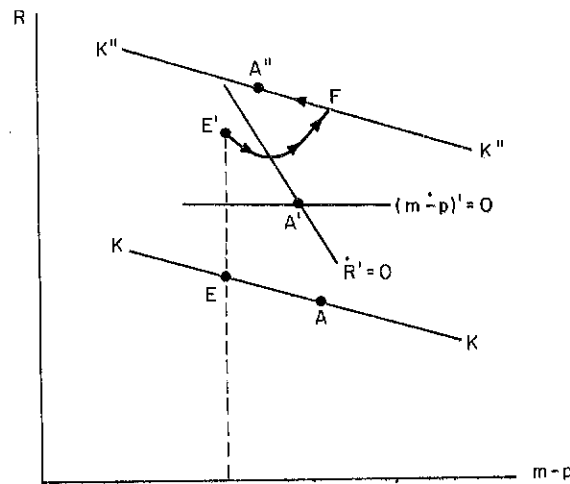
Lo studio degli effetti dell'espansione fiscale effettuato nella figura 3 serve come riferimento per un esercizio alternativo, cioè per lo studio, nella figura 4, di un'espansione fiscale anch'essa permanente ma futura. È chiaro che l'effetto di stato stazionario sarà lo stesso: alla fine l'economia convergerà verso A'. Ma nel breve periodo gli effetti sono diversi perché l'espansione si verifica solo dopo un certo tempo: la previsione di un'espansione fiscale e di uno spiazzamento futuro farà aumentare immediatamente i tassi d'interesse a lungo termine di qualche po', come è indicato dal salto da E ad E', ma meno che nel caso della figura 3.

Questo aumento dei tassi d'interesse reali nel breve periodo, in effetti, aggrava la recessione, ma quando l'espansione fiscale si realizza l'economia si riprende lungo la retta K'K'. Nella figura 4 c'è un'inversione della direzione delle frecce, in conseguenza del fatto che un aumento della domanda aggregata dovuto a una espansione fiscale, quando questa ha effettivamente luogo, crea le condizioni per un boom, inducendo inflazione e ulteriori aumenti dei tassi d'interesse fino a quando non si è raggiunto uno spiazzamento totale. Da questo esempio si può concludere che *una prevista espansione fiscale futura deve, inizialmente, rendere più grave la recessione*, perché spinge verso l'alto i tassi d'interesse reali senza controbilanciare lo stimolo diretto sulla domanda aggregata.

Il discorso sostanzialmente non cambia se consideriamo il caso di una espansione fiscale crescente. La figura 5 descrive gli effetti di una espansione fiscale realizzata in due fasi, una corrente e una futura.

FIGURA 5

UN AUMENTO DI SPESA PUBBLICA IN DUE FASI SUCCESSIVE



L'impatto immediato è un salto da E ad E', dove il prodotto può essere più alto o più basso che in E a seconda dei tempi e del dosaggio relativo della manovra adottata; comunque, poi, segue un periodo di espansione perché i saldi reali aumentano e i tassi di interesse a lunga scadenza momentaneamente diminuiscono. Ma prima della fase conclusiva di espansione si verifica un altro periodo di contrazione poiché i tassi d'interesse reali salgono di nuovo verso il punto F. Dalla nostra analisi concludiamo che una manovra fiscale espansiva realizzata in due fasi distinte può portare a una recessione dopo lo stimolo e l'espansione iniziali. Uno dei fattori determinanti è l'intervallo fra le due fasi o, in altre parole, il tasso di aumento dell'espansione fiscale.

Queste considerazioni sono rilevanti per lo studio della ripresa attuale. Oggi ci si aspetta che la spesa pubblica reale aumenti e che, per un periodo prolungato, sia finanziata da emissione di debito anziché da tasse. Pertanto, la domanda aggregata reale dovrebbe aumentare, a meno che non si verifichi una riduzione della spesa privata che controbilanci completamente l'aumento di quella pubblica; questa riduzione può verificarsi, almeno in parte, se l'anticipazione delle tasse future, necessarie per i pagamenti per interessi e ammortamenti sul più alto livello del debito, riduce la ricchezza e, di conseguenza, la spesa. Ma se il pubblico non si aspetta di dover pagare interamente il costo dell'indebitamento, ogni dollaro aggiuntivo di debito aumenta la ric-

chezza, poiché il valore attuale corrispondente di quel costo è inferiore al valore del debito emesso. Di conseguenza, non soltanto la domanda privata non si muove in senso contrario, ma, anzi, per un certo periodo tende ad aumentare insieme alla spesa pubblica, fin quando il prelievo fiscale non si è adeguato completamente o quasi al costo dell'indebitamento.

Tutto considerato, sembra ragionevole ritenere che siano presenti le condizioni necessarie perché un'espansione fiscale abbia effetti perversi attraverso aumenti anticipatori dei tassi di interesse a lunga scadenza.<sup>12</sup>

Due qualificazioni sono da aggiungere a queste conclusioni. In primo luogo, il deficit futuro è parzialmente dovuto alla riduzione delle tasse. Nella misura in cui ci si rende conto, oggi, di questa riduzione, la domanda aggregata potrebbe aumentare, oggi. Questo è il solo effetto dell'espansione fiscale, se ci si attende che i deficit futuri abbiano luogo in una economia che allora si trovi in condizioni di pieno impiego. Se invece ci si attende che i deficit abbiano un effetto sul livello di attività, la percezione stessa di un più elevato livello futuro di produzione e di reddito può provocare, oggi, un aumento di consumi e investimenti. In tal caso i tassi di interesse a lungo termine possono aumentare, ma il loro effetto sulla domanda aggregata può essere più che controbilanciato dalle previsioni di tempi a venire migliori.

Si noti che ci siamo concentrati solo sul ruolo potenziale della politica fiscale nell'arrestare, transitoriamente, la ripresa. È chiaro che una politica monetaria restrittiva potrebbe avere lo stesso effetto. Ciò si potrebbe verificare se, accentuandosi l'inflazione, la Riserva Federale trovasse difficile adeguare la propria politica ai cambiamenti di velocità, e scegliesse di ridurre la crescita dell'offerta di moneta; le conseguenze di una simile politica sarebbero aggravate da eventuali decisioni analoghe in Europa.

<sup>12</sup> La relazione esistente fra deficit, spesa e debito da un lato e la domanda aggregata dall'altro è studiata nel ciclostilato di O. BLANCHARD, "Debt, Deficits and Finite Horizons" del 1° ottobre 1983.



### 3. Politica fiscale e rivalutazione del dollaro

Esistono, fondamentalmente, tre spiegazioni del processo di rivalutazione del dollaro:

1) il notevole aumento della forza concorrenziale degli Stati Uniti come produttori di attività finanziarie (asilo sicuro) e servizi. L'attenzione al settore manifatturiero nel tentativo di identificare una sopravvalutazione trascura, secondo i sostenitori di questa tesi, un importante cambiamento in altre aree dell'economia americana.<sup>13</sup>

2) L'aumento dei tassi d'interesse, che ha reso gli Stati Uniti un luogo privilegiato per investimenti di portafoglio internazionali e ha indotto afflussi di capitale e rivalutazione.

3) L'espansione fiscale americana a lungo termine, che favorisce un aumento della domanda, corrente e futura, per beni statunitensi e, pertanto, un apprezzamento reale.

Il primo argomento può anche essere corretto, e spiegare almeno una parte della rivalutazione del dollaro: i cambiamenti nel vantaggio comparato sono, infatti, fra i fattori determinanti riconosciuti delle variazioni del tasso di cambio. Ma il problema è che gli Stati Uniti non sembra abbiano avuto un deciso miglioramento del vantaggio comparato.

Esaminiamo in modo più particolareggiato le altre due spiegazioni.

#### *Alti tassi d'interesse come causa della rivalutazione del dollaro*

Per verificare l'accettabilità di questo tipo di spiegazione, si considera il modello standard di determinazione dei tassi di cambio, nel quale i titoli sono perfetti sostituti ma i beni non lo sono, e si assuma che i prezzi si aggiustino lentamente. Dalla equazione che esprime la parità dei tassi di interesse,  $i = i^* + \dot{e}$  si ricava:

$$(7) \quad i - \dot{p} = i^* - \dot{p}^* + (\dot{e} + \dot{p}^* - \dot{p})$$

$$\text{oppure } r = r^* + \dot{q}$$

<sup>13</sup> Quest'ipotesi interpretativa è esposta in modo chiaro nei numeri di *World Financial Markets* di luglio, agosto e novembre 1983.

dove  $q$  è il tasso di cambio reale e  $r$  il tasso d'interesse reale. L'equazione (7) stabilisce che un paese con un elevato tasso d'interesse reale è soggetto a un deprezzamento in termini reali. Si ipotizzi, poi, che la dinamica di equilibrio implichi un tasso di deprezzamento reale proporzionale alla discrepanza fra il tasso di cambio reale corrente e quello di equilibrio di lungo periodo:

$$(8) \quad \dot{q} = a(\bar{q} - q)$$

Combinando l'equazione (7) con la (8), ed eliminando così  $\dot{q}$ , otteniamo una relazione tra il tasso di cambio reale e il differenziale fra i tassi d'interesse reali:

$$(9) \quad q = \bar{q} - (r - r^*)/\alpha$$

L'equazione (9) mostra che  $q$  è più basso di  $\bar{q}$  quando il differenziale fra i tassi d'interesse è positivo, e più alto quando tale differenziale è negativo. Pertanto, un aumento del tasso d'interesse reale di un paese, dovuto, ad esempio, ad una politica monetaria restrittiva, induce una rivalutazione reale. Peraltro, per spiegare un apprezzamento reale del dollaro prolungato come quello degli ultimi tre anni, dobbiamo chiamare in causa una serie di fatti inattesi, oppure fattori che influenzino sia il tasso di cambio di equilibrio sia i tassi d'interesse reali. Proviamo ora a considerare la politica fiscale come uno di questi fattori potenziali.

#### *Politica fiscale, tassi d'interesse e rivalutazione del dollaro*

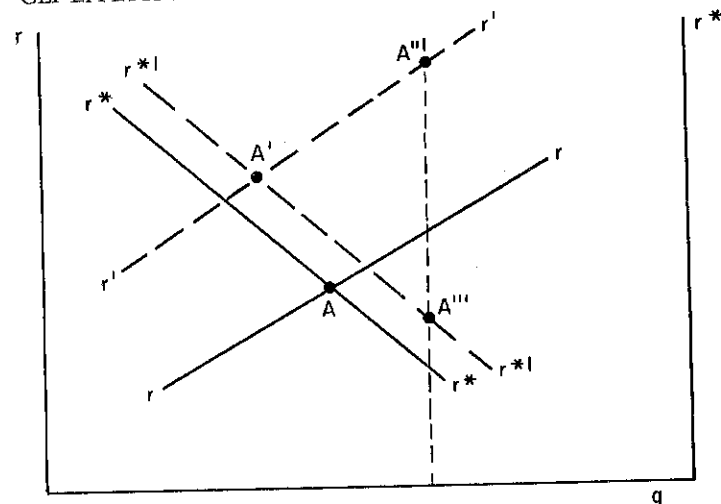
Come abbiamo visto, la politica fiscale ha avuto un andamento molto diverso in Europa e negli Stati Uniti: espansiva in America ma non in Europa. Per identificare gli effetti di una tale diversità, consideriamo il seguente modello a due paesi:

Le rette  $rr$  e  $r^*r^*$  nella figura 6 rappresentano le rette di equilibrio di pieno impiego del mercato dei beni per gli Stati Uniti e l'Europa rispettivamente. La domanda aggregata per il prodotto di ognuno dei due paesi dipende dal tasso d'interesse reale, dal tasso di cambio reale e dalla politica fiscale adottata da entrambi i paesi.

Una svalutazione del dollaro induce un aumento del tasso di interesse reale degli Stati Uniti, per mantenere l'equilibrio sul mercato interno dei beni, e una diminuzione del tasso d'interesse dell'Europa, per riequilibrare il mercato europeo dei beni. La retta  $rr$  è inclinata positivamente, mentre la  $r^*r^*$  è inclinata negativamente.

FIGURA 6

## GLI EFFETTI DI UNA ESPANSIONE FISCALE NEGLI STATI UNITI



Se le attività sono perfette sostitute, l'equilibrio, nella figura 6, è dato dall'intersezione (punto A) fra le due rette. Una espansione fiscale negli Usa induce un aumento della domanda aggregata in entrambi i paesi, ma con un aumento maggiore per la domanda di merci americane. Si rende allora necessario un aumento del tasso d'interesse per ridurre la domanda totale, ma si rende necessaria anche una rivalutazione del dollaro per bilanciare lo spostamento nelle domande relative. Nella figura 6,  $rr$  si sposta in  $r'r'$ ,  $r^*r^*$  in  $r^{*1}r^{*1}$  e il nuovo punto di equilibrio diventa  $A'$ . L'espansione fiscale negli Stati Uniti induce, pertanto, una rivalutazione del dollaro, un aumento dei tassi d'interesse reali e un deficit commerciale americano, in quanto una parte del deficit di bilancio è finanziata da risparmi europei.

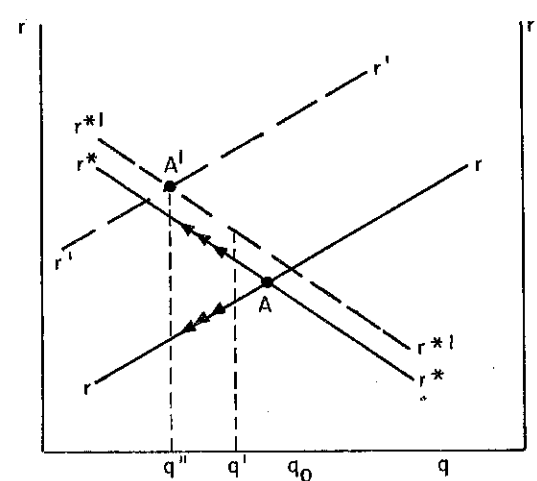
La figura 7 illustra, invece, gli effetti sull'equilibrio di una espansione fiscale anticipata anziché corrente. Mantenendo la stessa specificazione delle rette di equilibrio per il mercato dei beni in entrambi i paesi, ma sostituendo la condizione di uguaglianza dei tassi d'interesse con quella di uguaglianza dei tassi reali, data dall'equazione (7), otteniamo:

$$(10) \quad r = r^* + \dot{q}$$

L'equilibrio iniziale, anche in questo caso, è stato dato dal punto A. L'anticipazione di una espansione fiscale futura negli Stati Uniti induce una rivalutazione iniziale da  $q_0$  a  $q'$  e una nuova rivalutazione nel tempo che porta al nuovo tasso di cambio reale di equilibrio  $q''$ . Il tasso reale

FIGURA 7

## GLI EFFETTI DI UNA ESPANSIONE FISCALE ANTICIPATA NEGLI USA



d'interesse a breve termine degli Stati Uniti diminuisce lungo la retta  $rr$ , mentre il tasso d'interesse europeo aumenta lungo  $r^*r^*$ . Quando l'espansione fiscale statunitense ha effettivamente luogo, entrambi i tassi aumentano fino al loro nuovo valore di lungo periodo. Includere nell'analisi anche i tassi d'interesse a lungo termine e considerare prezzi rigidi renderebbe lo schema poco maneggevole.

Possiamo così proporre alcune considerazioni generali. È vero che variazioni future nella politica fiscale inducono un aumento immediato dei tassi d'interesse reali a lungo termine in entrambi i paesi e, pertanto, disoccupazione; ma, allo stesso tempo, la moneta del paese che espande si rivaluta in una qualche misura. Di conseguenza, prima ancora che l'espansione fiscale abbia effettivamente luogo, i suoi effetti sono già stati "esportati", grazie alle variazioni dei tassi d'interesse a lungo termine e alla rivalutazione reale e nominale. L'impatto netto di questi effetti — guadagno di competitività e "spiazzamento" dovuto a tassi d'interesse reali più elevati — sarà, in generale, ambiguo. Di conseguenza, i tassi di cambio flessibili hanno un ruolo importante nell'isolare un paese rispetto ad impulsi esterni, anche se l'isolamento che ne consegue non è completo.

Il confronto di questi risultati con quelli della sezione precedente permette di trarre le seguenti conclusioni: nel caso di una espansione fiscale futura anticipata, gli Stati Uniti subiranno conseguenze peggiori a

causa dell'effetto combinato dell'aumento dei tassi d'interesse a lungo termine e della rivalutazione del tasso di cambio reale. Una stima recente indica in circa un milione la perdita di posti di lavoro subita alla metà del 1983 dagli Stati Uniti — con riduzione del PNL in termini reali di circa l'1% — a causa della diminuzione della competitività internazionale.<sup>14</sup> Le conseguenze sono invece meno pesanti per l'Europa, che trae vantaggio dalla rivalutazione del dollaro, anche se le variazioni delle ragioni di scambio inducono una diminuzione del reddito reale. La rivalutazione del dollaro provoca anche una diminuzione dell'inflazione interna e un aumento di quella europea; si stima che nel periodo 1980-83 questo effetto di "disinflazione" negli Stati Uniti sia stato di circa l'1,5% l'anno.

Infine, sembra opportuno mettere in evidenza che una espansione fiscale americana non influenza soltanto Stati Uniti ed Europa. I paesi meno sviluppati hanno, infatti, grossi debiti in dollari ed esportano materie prime, il cui prezzo reale diminuisce al rivalutarsi del dollaro.<sup>15</sup> Le conseguenze di una espansione fiscale negli Stati Uniti spingono i paesi meno sviluppati verso crisi di bilancia dei pagamenti, e ciò induce una tendenza alla riduzione delle esportazioni di tutti i paesi industriali e un deterioramento della qualità dei prestiti internazionali.

#### *Resterà la rivalutazione del dollaro?*

L'esame delle figure 5 e 6 suggerisce che il dollaro continuerà a rivalutarsi fino a quando l'espansione fiscale rimarrà elevata negli Stati Uniti e inferiore in Europa. Ma questa affermazione deve essere qualificata. Come abbiamo visto, la rivalutazione è, in un certo senso paradossalmente, associata a disavanzi commerciali. Questi disavanzi implicano un aumento nel possesso di attività in dollari da parte di operatori esteri,<sup>16</sup> e una diminuzione della domanda relativa per merci americane; cioè, facendo riferimento alla figura 6, tendono a spostare indietro la retta  $rr$  e a spostare in avanti  $r^*r^*$ . L'effetto sui tassi d'interesse è ambiguo; quello su  $q$  invece è inequivoco, ma, nel migliore dei casi, piccolo e/o lento.

<sup>14</sup> Cfr. H. WALLICH, audizione davanti al sottocomitato sulla Politica Monetaria Interna, US House of Representatives, 5 ottobre 1983.

<sup>15</sup> Cfr. R. DORNBUSCH, "Interdependence Under Flexible Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, marzo 1983.

<sup>16</sup> Per uno studio recente che tenga conto di questi effetti, cfr. C. WYPLOSZ "Open Economy Dynamics of Fiscal Policy", ciclostilato, INSEAD, luglio 1983.

L'aumento di attività in dollari nei portafogli esteri può essere più importante sotto il profilo quantitativo. Fin qui abbiamo assunto che i titoli siano perfetti sostituti a livello internazionale; se però non lo fossero, i differenziali fra i tassi d'interesse, aggiustati per la svalutazione attesa del cambio, dipenderebbero dall'offerta relativa di titoli. Tornando alla figura 5, l'equilibrio per uno *stock* relativo più ampio di titoli statunitensi potrebbe essere al punto A'' per gli Stati Uniti e A''' per l'Europa, invece che ad A, punto di equilibrio quando i titoli sono perfetti sostituti.

Studi empirici sul premio di rischio hanno stabilito che nel legame fra tassi d'interesse a livello internazionale c'è decisamente un premio di rischio: i differenziali internazionali dei tassi d'interesse non differiscono dai tassi di svalutazione in modo casuale. Ma i tentativi di spiegare il premio di rischio in termini di partite correnti di bilancia dei pagamenti o di variazioni di ricchezza non hanno avuto successo. Ciò non sorprende, se si pensa che nei lavori empirici si è concentrata l'attenzione sul debito pubblico e sui saldi di partite correnti cumulativi, trascurando invece il valore di diritti su attività reali e, in particolare, su titoli azionari. Ovviamente, variazioni del valore del mercato azionario smorzano o annullano l'impatto del deficit di bilancio sulla ricchezza e, ancor più, quello delle partite correnti. Pertanto, mentre in teoria gli effetti di offerte relative di attività, e gli effetti distributivi associati a variazioni della ricchezza internazionale possono essere importanti, in pratica non è stato associato nessun loro legame sistematico con i tassi di cambio.<sup>17</sup>

Anche se questi effetti ricchezza esistono e portano a una lenta svalutazione nel corso del tempo, non implicano però un crollo imminente del dollaro. I futuri ampi disavanzi commerciali sono prevedibili e previsti. Già si è tenuto conto dei loro effetti nel valore corrente del tasso di cambio. Il loro avverarsi non dovrebbe pertanto essere una sorpresa, e dovrebbe avere un impatto ridotto sul corso dei cambi.

<sup>17</sup> Cfr. R. DORNBUSCH "Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates", *Zeitschrift für Wirtschaft und Sozialwissenschaften*, 1982, J. FRANKEL, "The Mystery of the Multiplying Marks", *Review of Economics and Statistics*; A. GIOVANNINI, *Essays on Flexible Exchange Rates*, tesi di Ph. D., non pubblicata, MIT, 1983; e K. ROGOFF, *Time Series Studies of the Relationship between Exchange Rates and Intervention: A Review of the Techniques and Literature*, Board of Governors della Federal Reserve, Staff Studies n. 132, settembre 1983.

#### 4. Le opzioni di politica economica dell'Europa

L'Europa ha di fronte due alternative: agire in coordinazione con Stati Uniti e Giappone o agire isolatamente? Allentare o tenere strette le redini? Per quanto un coordinamento sia auspicabile, non vediamo molte speranze che si realizzi: la principale fonte di difficoltà, la politica fiscale statunitense, sembra fuori controllo e probabilmente è un campo troppo rischioso in un anno di elezioni. Il problema immediato per l'Europa è quindi cosa può fare per conto proprio. E qui due domande si presentano. Primo: c'è bisogno di una politica economica espansiva, in aggiunta alla spinta di una ripresa guidata dalle esportazioni? Secondo: qualora una politica espansiva sia auspicabile, c'è molto spazio per la politica fiscale?

*È auspicabile una ripresa più rapida?*

La tabella 6 considera i tassi di inflazione e disoccupazione in Europa. Germania e Regno Unito vi appaiono chiaramente paesi a valuta forte. L'inflazione vi è scesa a livelli molto bassi, ma la stabilizzazione è costata tassi di disoccupazione molto elevati. Per questi due paesi solo circostanze veramente eccezionali potrebbero consigliare di opporsi a una certa espansione. Il discorso è diverso per gli altri paesi della Cee: la media indica che la disoccupazione vi è elevata, e, allo stesso tempo, l'inflazione resta un problema molto serio, lungi dall'essere sotto controllo.

TABELLA 6

TASSI DI INFLAZIONE E DISOCCUPAZIONE IN EUROPA

	Tasso di disoccupazione		Tasso di inflazione	
	1982	1983:II	1982	1983*
Regno Unito	11,2	12,2	8,6	4,2
Germania	6,8	8,5	5,3	2,5
CEE	9,6	10,7	11,0	8,4

\* Ultimi dodici mesi al luglio 1983.

Fonte: *European Economy*, agosto-settembre 1983.

Abbiamo detto che solo in circostanze eccezionali Germania e Regno Unito avrebbero ragione di astenersi da politiche di espansione attuate con manovre sulla domanda. Due di queste circostanze eccezionali vengono presto in mente: primo, che politiche del genere non possano avere successo; secondo, che abbiano effetti collaterali così costosi da renderle, tutto considerato, non desiderabili. Le politiche di domanda potrebbero non avere successo se i principali settori dell'economia europea fossero già in una situazione di disoccupazione classica, in cui l'ostacolo all'espansione è il salario reale e non il livello della domanda. Discutendo in altra sede questa possibilità, abbiamo argomentato che c'è un margine sufficiente di disoccupazione keynesiana affinché la domanda aggregata possa essere usata per stimolare i livelli di attività.<sup>18</sup> Quand'anche le economie si trovassero di fronte un misto di disoccupazione classica e keynesiana, ciò deporrebbe a favore della adozione simultanea di politiche di domanda e di offerta, e non contro l'adozione di politiche di domanda.

L'effetto collaterale più evidente di una ripresa più veloce è una inflazione più elevata. Anche rispetto a questo problema ripetiamo ciò che abbiamo già sostenuto in un precedente lavoro: l'evidenza econometrica suggerisce l'esistenza di una relazione fra livello di disoccupazione e inflazione salariale, con al più un piccolo effetto del tasso di variazione della disoccupazione. Non c'è ragione di attendersi una sostanziale accelerazione dell'inflazione ai livelli di disoccupazione correnti.

*La politica fiscale può essere usata?*

Riteniamo che, a questo punto, ci sia poco spazio per una espansione monetaria pronunciata. Un aumento *una tantum* dell'offerta nominale di moneta farebbe diminuire i tassi d'interesse reali a breve termine e, di conseguenza, anche la dimensione del deficit di bilancio; ciò migliorerebbe, a sua volta, le prospettive della finanza pubblica di breve e medio termine e lascerebbe più spazio per sue manovre, oltre ad avere effetti positivi diretti sulla domanda aggregata. Ma sussistono molti problemi di credibilità associati ad una politica di questo tipo. Certo, negli Stati Uniti la crescita effettiva dell'offerta di moneta è stata

<sup>18</sup> Cfr. G. BASEVI, O. BLANCHARD, W. BUITER, R. DORNBUSCH e R. LAYARD, *op. cit.*

al di sopra dei tetti fissati dalla politica anti-inflazionistica, senza compromettere, finora, la fiducia nel mantenimento dell'indirizzo di responsabilità monetaria inaugurato nel 1979-80. Allo stesso modo l'allentamento della politica monetaria in Germania nel 1982-83, parallelo allo spostamento degli Stati Uniti verso una politica monetaria meno positiva, non ha indotto un crollo della fiducia nel rigore monetario delle autorità tedesche. Ciononostante, sarebbe errato attendersi che una continuazione, in misura significativa, della crescita nominale dell'offerta di moneta al di sopra di certi limiti possa essere considerata dal pubblico solo un cambiamento dell'indirizzo di fondo della politica monetaria di fronte a una situazione di attività depressa. Un'interpretazione allarmata potrebbe decisamente spostare il trade-off tra inflazione e crescita, sicuramente se inducesse una svalutazione della moneta. Riteniamo, di conseguenza, che sia del tutto appropriato riformulare gli obiettivi monetari, confermando l'aumento dell'offerta di moneta che si è verificato; sarebbe sbagliato, a questo punto, riportare la crescita monetaria agli obiettivi originari, semplicemente perché una incipiente ripresa suggerisce che l'economia può permettersi una politica monetaria restrittiva. Ma crediamo anche che andare *molto* oltre un tale aggiornamento potrebbe avere effetti avversi sulla credibilità, per quanto ambiguo possa essere questo concetto, della fermezza delle autorità monetarie.

È giunto il momento di precisare e giustificare la tesi che i deficit fiscali in Europa hanno per lo più carattere ciclico. In un precedente lavoro abbiamo mostrato che il deficit globale della Cee nel 1982, depurato degli effetti di ciclo e inflazione, è stato negativo; l'aumento nei pagamenti di interessi reali per il 1983 suggerisce un deficit (depurato degli effetti di ciclo) di poco positivo. Alla luce della tabella 7 che calcola i valori per l'Italia e la Cee l'impressione che i disavanzi dei bilanci statali in Europa siano estremamente elevati deve essere riconsiderata. Le stime dei deficit depurati della componente ciclica sono controverse, ma non lo sono le stime delle loro *variazioni*. Nella tabella 7 è indicata la variazione effettiva cumulativa del deficit (come proporzione del PNL) per l'Italia e la Cee e anche, separatamente, la parte di deficit che può essere attribuita alla recessione e ai più grossi pagamenti di interessi netti. La tabella mostra che i disavanzi, depurati delle componenti di ciclo e dell'interesse netto, si sono ristretti in misura notevole, anche se i deficit effettivi presentano un peggioramento.

L'aggiustamento riguardante l'interesse netto è esagerato, in quanto deduce l'intero aumento dell'interesse e non solo la componente inflazionistica. Ma anche tenendo conto di questa precisazione, resta

TABELLA 7

FONTI DELLE VARIAZIONI NEI DEFICIT PER L'ITALIA E LA CEE  
(variazioni cumulative 1981-84, in percentuale del PNL)

	Italia	CEE
Variazione effettiva del deficit	-2,1	-2,6
Effetti di ciclo	-4,3	-2,7
Interesse netto	-3,3	-1,6
Variazione aggiustata del deficit	+5,5	+1,7

Nota: Il segno meno (-) indica un deficit più alto, il segno più (+), invece, un deficit più basso o un avanzo più alto.  
Fonte: *European Economy*, novembre 1983.

che l'allarmismo per il deficit di bilancio italiano e della Cee è esagerato.<sup>19</sup> La situazione è però più grave in certi paesi: Belgio e Danimarca hanno deficit di ampie dimensioni anche dopo esser stati depurati delle componenti cicliche, e, pertanto, non hanno molto spazio per adottare una politica fiscale espansiva.

Le cifre della tabella 7 suggeriscono che l'espansione fiscale è realizzabile per l'Europa nel suo insieme, ma con diversità di toni da paese a paese. Ignorando, per il momento, i problemi di distribuzione temporale e di sincronizzazione fra i diversi paesi, quali possono essere i probabili effetti di una politica fiscale espansiva in Europa? Utilizzando lo schema sviluppato nella sezione precedente, per simmetria, possiamo escludere una rivalutazione delle monete europee, un ulteriore aumento dei tassi d'interesse a lungo termine e, salvo effetti perversi di distribuzione temporale, una ripresa più rapida in Europa.

Esiste, peraltro, un'opinione diversa di quel che potrebbe accadere, nota come l'*asimmetria del dottor Gleske*. Un'espansione fiscale negli Stati Uniti induce una rivalutazione del dollaro, mentre una politica fiscale espansiva in Germania provoca una svalutazione del marco, inaccettabile per il suo effetto inflazionistico. Di conseguenza la Germania non può adottare una politica fiscale espansiva. Quali sono le condizioni perché si verifichi questa asimmetria? Facendo riferimento ancora una volta all'analisi della sezione precedente, possiamo dire che una situazione di questo tipo si potrebbe verificare se la maggior parte dell'espansione fiscale tedesca si trasferisse in una diminuzione della domanda mondiale per i beni tedeschi, oppure se i due fattori che

<sup>19</sup> Per un approfondimento, cfr. F. GIAVAZZI "A Note on Budget Deficits and Real Interest Rates in Italy", *ciclostilato*, Università di Venezia, ottobre 1983.

inducono la svalutazione, l'effetto ricchezza e l'effetto di scelta di portafoglio, dominassero gli effetti (di segno contrario) del mercato dei beni. Il problema, però, può essere risolto soltanto empiricamente; non esistono, infatti, ragioni teoriche a priori perché tale asimmetria si verifichi.

Un'altra argomentazione potrebbe essere questa: una politica fiscale più permissiva può essere interpretata come un segnale di monetizzazione futura, riaccendere aspettative inflazionistiche e, eventualmente, indurre svalutazione; ciononostante la politica fiscale permissiva degli Stati Uniti non è stata interpretata in questo modo e non c'è ragione di credere che quella della Germania sarebbe interpretata in modo diverso.

Quest'ultimo fattore, comunque, può essere utilizzato come argomento a favore di una espansione fiscale temporanea. Ci sono anche altre ragioni: la sezione 2 ha chiarito che l'andamento temporale dell'espansione fiscale è molto importante nel definirne gli effetti. Uno stimolo fiscale di grosse dimensioni ma decrescente, infatti, ha un impatto maggiore di uno stimolo crescente ma di dimensioni ridotte; ha un effetto minore sui tassi d'interesse a lungo termine e, probabilmente, sulla rivalutazione del dollaro.

L'obiezione che ogni manovra di politica fiscale, anche se si prevede che sia transitoria, alla fine, quasi inevitabilmente, induce un ulteriore peggioramento del bilancio del settore pubblico è una obiezione seria. Ciò si verifica perché i tagli alle tasse o i programmi di governo sono sempre rigidi, anche se inizialmente concepiti come transitori. Inoltre, in quanto inducono una copertura finanziaria del disavanzo, tali politiche aumentano il peso del debito futuro rispetto al reddito, e quindi peggiorano la prospettiva fiscale futura. Questa considerazione è valida anche se non c'è un riferimento preciso che suggerisca quale dovrebbe essere la dimensione del rapporto debito/PNL, ed è tanto più valida quanto più alto è il tasso d'interesse reale relativamente al tasso di crescita del prodotto. In tutti i casi portare avanti una lotta contro i deficit con una politica fiscale restrittiva provoca situazioni di recessione e non certo di prosperità.

In quale direzione stiano andando le economie europee a seguito dell'adozione di determinate politiche economiche è illustrato dalla tabella 8. È chiaro che questo non è certo l'anno adatto a rimuovere i deficit; al contrario, ci dovrebbero essere stimoli netti transitori per l'economia. Una volta riconosciuta l'utilità di una espansione fiscale, resta da decidere se i paesi debbano agire individualmente o in modo

TABELLA 8

DISOCCUPAZIONE NELLA CEE E VARIAZIONI NEL BILANCIO  
DEPURATO DELLA COMPONENTE CICLICA

	1982	1983	1984
Tasso di disoccupazione (%)	9,5	10,4	10,9
Variazioni nel surplus di bilancio, depurato della componente ciclica (% del PNL)	0,7	0,4	0,8

Fonte: *European Economy*, novembre 1983.

coordinato. È ormai noto che il trade-off tra inflazione e crescita che ogni singolo paese ha di fronte è sfavorevole.

Ciò è tanto più vero quanto più bassa è la "reputazione" finanziaria di un paese. I paesi, quando agiscono individualmente, risentono dei trade-off che impongono limiti all'espansione più di quando coordinano le loro azioni di politica economica, e, dato che nessun paese europeo può affermare di non avere gravi problemi di disoccupazione, è decisamente conveniente cercare di fruire dei vantaggi di una azione collettiva con una espansione coordinata. Ciò che resta ancora da discutere è la struttura precisa del coordinamento. Ripeteremo in questa sede ciò che abbiamo scritto in un precedente lavoro:

«C'è un principio molto semplice che può essere utile nel fissare un riferimento per una espansione minima. Si supponga che solo alcuni dei paesi Cee adottino una politica fiscale espansiva, e che i rimanenti non prendano alcuna iniziativa di politica fiscale. Il gruppo che espande incorrerà in un peggioramento del bilancio e delle partite correnti di bilancia dei pagamenti, ma il gruppo che non espande migliorerà sia il proprio bilancio sia i conti con l'estero. Pertanto, nell'ottica di una espansione minima, la politica fiscale potrebbe essere orientata ad assicurare una variazione nulla nel bilancio pubblico o nelle partite correnti di bilancia dei pagamenti dei paesi a valuta debole. In questo modo, i paesi caratterizzati da una valuta debole non sarebbero utilizzati come locomotiva dell'espansione, ma non costituirebbero nemmeno un freno».

O. BLANCHARD - R. DORNBUSCH