

I problemi economici dell'Europa in una prospettiva internazionale *

1. Introduzione

Esiste veramente, sotto il profilo economico, un "problema Europa"? Non si tratta di una domanda cui rispondere con leggerezza. Molti sono pronti a sostenere che in Europa alcuni paesi-chiave — in particolar modo la Germania federale — stanno al momento raccogliendo i frutti di politiche che sono state volte al "consolidamento" del bilancio e al rigoroso controllo della moneta: la ripresa degli investimenti e dei consumi generata spontaneamente dal mercato alimenterà una espansione duratura della produzione in condizioni di stabilità dei prezzi. Si tratta quindi soltanto di mantenere l'attuale assetto delle politiche economiche in attesa della ripresa che, tenuto conto anche del positivo andamento delle ragioni di scambio, sarà sostenuta, soprattutto per quanto riguarda la domanda di consumi.

Per tentare di offrire elementi di risposta a tali questioni è opportuno inquadrare il problema in più ampi orizzonti di spazio e di tempo.

2. Crescita e occupazione in Europa

È fuor di dubbio, innanzi tutto, che a partire dal primo *shock* petrolifero il principale problema in Europa è consistito nella crescita inadeguata e nella insufficiente creazione di occupazione, anche come

* Una prima versione di questo articolo è stata presentata al I° convegno della Associazione Economica Europea, Vienna 29-31 agosto 1986. Le opinioni espresse dall'A. sono personali, e non riflettono necessariamente la posizione della Banca d'Italia.

conseguenza di eccessiva rigidità dei mercati del lavoro (Tavola 1). Nel 1973 il totale degli occupati in Europa era pari a 159,7 milioni di unità, contro 87,3 e 52,6 milioni rispettivamente negli Stati Uniti e in Giappone. I dati corrispondenti per il 1986 sono, secondo le stime della Wharton: 153,4 (-3,9%), 111,6 (+27,8%) e 58,5 milioni (+11,1%). Il tasso di disoccupazione in Europa è quindi salito dal 3,9 al 12,0 per cento del totale delle forze di lavoro.

TAVOLA 1

OCCUPAZIONE TOTALE E TASSO DI DISOCCUPAZIONE
NEI SETTE MAGGIORI PAESI INDUSTRIALI: 1973 E 1986

Paesi	Occupazione totale		Tasso di disoccupazione	
	milioni		In percentuale della forza lavoro totale	
	1973	1986	1973	1986
Stati Uniti	87,3	111,6	4,8	7,0
Canada	8,8	11,6	5,5	9,6
Giappone	52,6	58,5	1,3	2,8
Europa	159,7	153,4	3,9	12,0
Germania fed.	27,0	25,2	0,8	8,3
Francia	21,4	21,3	2,6	10,3
Regno Unito	24,8	23,9	3,2	13,3
Italia	19,6	21,1	6,2	10,4

Fonte: WHARTON, *World Economic Outlook*.

Alcuni recenti studi empirici su questi sviluppi aiutano a chiarire la complessa problematica dell'occupazione.¹ Nel seguito si farà, in particolare, riferimento ai risultati statistici raccolti dall'OCSE per il decennio 1973-1983 (Tavole 2, 3). Al riguardo si possono formulare quattro ordini di osservazioni.

In primo luogo, esiste un problema demografico: le forze lavoro stanno crescendo in Europa a un ritmo più lento rispetto agli Stati Uniti e al Giappone. Nel decennio in esame, sono cresciute del 5,9 per cento nei quattro maggiori paesi europei contro il 24,1 negli Stati Uniti e il 10,5 in Giappone. L'Europa è costituita da paesi molto diversi fra

¹ Cfr., in particolare, LINDBECK e SNOWER (1984), SOLOW (1985), Mc DONALD e SOLOW (1985), SACHS (1986), BLANCHARD e SUMMERS (1986), GORDON (1986), PHELPS e FITOUSSI (1986).

TAVOLA 2

VARIAZIONI DELLA FORZA LAVORO, DELL'OCCUPAZIONE SETTORIALE E DELLA DISOCCUPAZIONE
NEI SETTE MAGGIORI PAESI INDUSTRIALI: 1973-1983¹

Paesi	Forza lavoro	Occupati					Disoc- cupati	Per memoria:			
		Industria	Agricolt.	Servizi privati	Servizi pubblici	Totale		Tasso di disoccup. % della forza lavoro	Totale forza lavoro		
									1973	1983	1973
Stati Uniti	22,1	- 0,9	- 0,3	13,8	1,8	14,4	7,7	4,8	9,5	91,7	113,8
Canada	2,9	+ 0,1	-	1,4	0,4	1,9	0,9	5,5	11,8	9,3	12,2
Nord America	25,0	- 0,8	- 0,3	15,2	2,2	16,3	8,6	4,9	9,8	101,0	126,0
Giappone	5,6	+ 0,4	- 1,8	5,7	0,6	4,9	0,8	1,3	2,6	53,1	58,7
Germania	0,3	- 2,2	- 0,6	+ 0,3	+ 0,6	- 1,9	2,1	0,8	8,0	27,2	27,5
Francia	1,7	- 1,1	- 0,6	+ 1,5	+ 0,5	+ 0,3	1,3	2,6	8,3	22,0	23,7
Regno Unito ²	1,3	- 2,0	- 0,1	+ 0,9	+ 0,4	- 0,8	2,0	3,0	12,6	25,6	26,9
Italia	2,3	- 0,2	- 0,7	+ 1,5	+ 0,6	+ 1,2	1,1	6,2	9,8	20,9	23,2
Quattro maggiori paesi europei	5,6	- 5,5	- 2,0	+ 4,0	+ 2,1	- 1,2	6,7	3,0	9,5	95,7	101,3

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, maggio 1986. ¹ Differenze nei totali dovute ad arrotondamenti. ² Dati parzialmente stimati.

TAVOLA 3

COSTO DEL LAVORO NEL SETTORE DEI SERVIZI
NEI TRE MAGGIORI PAESI INDUSTRIALI: 1973-1983¹

Paesi	Anni	Commercio e servizi alberghieri ²	Trasporti ³	Settore finanziario ⁴	Servizi sociali ⁵	Servizi privati	Servizi pubblici
Stati Uniti	1973	0,66	1,17	0,86	0,56	0,72	0,85
	1983	0,56	1,14	0,84	0,57	0,67	0,79
Giappone	1973	0,95	1,25	1,23	0,73	0,97	1,58
	1983	0,83	1,21	1,34	0,79	0,93	1,60
Germania	1973	0,83	1,16	1,26	-	0,92	1,25
	1982	0,78	1,02	1,22	-	0,85	1,05

Fonte: OCSE, *Costi nazionali*. ¹ Ristribuzione per settore rispetto a quella del settore manifatturiero. ² Comprende attrezzature alberghiere e di ristoro e commercio al dettaglio. ³ Comprende immagazzinaggio e comunicazioni. ⁴ Comprende attività assicurative, immobiliari e altri servizi finanziari. ⁵ Comprende servizi personali.

loro, e tale differenza si riscontra anche nell'aumento delle forze di lavoro: la Germania federale si distingue per una crescita molto limitata — 264.000 unità — leggermente inferiore a quella della Danimarca e pari a circa un decimo di quella registrata in Italia.

Lo scarso aumento delle forze di lavoro rappresenta un'arma a doppio taglio: da un lato dovrebbe risultare relativamente più semplice l'assorbimento di nuovi elementi nella schiera degli occupati; dall'altro diminuiscono gli incentivi, soprattutto per il governo e i sindacati, a perseguire politiche di sostegno dell'occupazione e ad aumentare la flessibilità del mercato del lavoro.

Il secondo punto è rappresentato dal calo dell'occupazione totale in Europa. Durante il periodo 1973-1983 il numero degli occupati è sceso di 0,2 milioni in Europa, mentre è cresciuto di 14,4 milioni negli Stati Uniti e di 4,9 milioni in Giappone. Nei quattro maggiori paesi europei il calo è risultato pari a 1,2 milioni, pur con notevoli differenze: l'occupazione è così salita in Francia e in Italia, mentre è scesa di 1,9 milioni nella Germania federale e di 0,8 milioni nel Regno Unito.

In terzo luogo, occorre individuare l'origine di questo calo dell'occupazione. Come mostra la tavola 2, la crisi più acuta si è manifestata nel settore industriale. Nei quattro maggiori paesi europei questo settore ha perso 5,5 milioni di posti di lavoro. In termini assoluti il maggior calo, 2,2 milioni, si è registrato nella Germania federale. Anche in Giappone e negli Stati Uniti il settore industriale è stato sottoposto a una notevole ristrutturazione, ma con perdite di posti di lavoro assai limitate.

Tra i diversi settori industriali quello manifatturiero è risultato il più interessato da questo processo di aggiustamento, e ciò è chiaramente legato al carattere dell'innovazione tecnologica nei sistemi di produzione, soprattutto in conseguenza dell'introduzione di macchine a controllo computerizzato.² In tutti i maggiori paesi l'occupazione nel settore manifatturiero è diminuita: è comunque evidente che l'Europa ha sofferto durante il decennio considerato la crisi più grave. I quattro maggiori paesi europei hanno registrato, in questo periodo, un calo di 4,4 milioni nell'occupazione effettiva, contro riduzioni di 1,5 e 0,3 avvenute, rispettivamente, negli Stati Uniti e in Giappone.

Si può infine osservare che i servizi — sia privati sia pubblici — sono la fonte dell'occupazione. In particolare, l'occupazione nei servizi privati è aumentata di 13,8 milioni negli Stati Uniti, di 5,7 in

² Per una descrizione di tali mutamenti cfr. STECKE *et al.* (1983).

Giappone e di 4,0 nei quattro paesi europei (0,3 nella Germania federale). Anche in questo campo sono presenti notevoli differenze fra i diversi paesi: i due estremi sono rappresentati da Stati Uniti e Germania federale in cui l'occupazione totale nei servizi è aumentata rispettivamente di 15,6 milioni e di 0,9 milioni.

La diversità degli andamenti nell'occupazione complessiva trova in larga misura spiegazione in questi movimenti differenziati nel settore dei servizi. Il caso della Germania federale è di particolare interesse per l'osservatore europeo: si può addirittura affermare che uno dei motivi della scarsa *performance* europea risiede proprio nell'incapacità dell'economia tedesca di produrre in questo settore un numero adeguato di posti di lavoro.

L'insoddisfacente funzionamento del mercato del lavoro in Europa rappresenta un elemento fondamentale per comprendere i fenomeni qui ricordati. Lo studio dell'OCSE fornisce evidenza che le segmentazioni nel mercato del lavoro rappresentano la chiave di volta nella spiegazione dei differenti andamenti dell'occupazione per settori. In particolare, da un lato, la retribuzione relativa nel settore dei servizi è bassa e in diminuzione, mentre dall'altro i disoccupati del settore industriale chiedono spesso come garanzia una retribuzione che risulta troppo elevata per poter trovare un lavoro nel settore dei servizi.

Queste considerazioni analitiche aiutano a comprendere perché paesi quali la Germania federale, che presentano (a) notevoli perdite nei posti di lavoro nell'industria, (b) scarso incremento nelle forze di lavoro e (c) ampi differenziali fra le retribuzioni del settore manifatturiero e quello dei servizi, mostrino una scarsa espansione dell'occupazione totale. Ciò è ancor più vero se la spesa pubblica (e quindi la crescita del pubblico impiego) viene tenuta rigorosamente sotto controllo.

La rigidità verso il basso dei salari reali dopo il primo *shock* petrolifero, nonostante gravi perdite nelle ragioni di scambio e andamenti discontinui nella produttività, spiega in larga parte l'aumento della disoccupazione negli anni settanta,³ ma le differenze dei salari reali aggregati nei principali paesi europei si sono ridotte notevolmente nell'attuale decennio.⁴ La tradizionale analisi aggregata del rapporto tra reddito salariale nominale, prezzi e produttività aggiustata non sembra quindi sufficiente a spiegare il recente aumento del tasso di disoccupazione. A tal riguardo l'approccio di isteresi alla disoccupazione di

³ Cfr., ad esempio, BRUNO e SACHS (1985).

⁴ Cfr. OCSE, *Economic Outlook*, maggio 1986.

equilibrio e i modelli specifici *insider-outsider* risultano utili strumenti d'analisi,⁵ che dovrebbero peraltro essere sviluppati per tener conto della struttura e dell'andamento dell'occupazione settoriale.

Un più efficiente funzionamento del mercato del lavoro si dimostra quindi fondamentale per il raggiungimento di migliori risultati nel campo dell'occupazione in Europa. Ciò, ovviamente, non vuol dire che la politica monetaria e quella fiscale non possano svolgere un ruolo importante nel sostenere una crescita più vigorosa in un quadro non inflazionistico.

Anche in questo caso vorrei affrontare il problema inquadrando la questione europea — e in particolare il caso della Germania federale — in un contesto mondiale. Al riguardo si osservi che, ai tassi di cambio attuali, il PIL nominale in Europa è circa i 9/10 di quello americano e il doppio di quello giapponese. Il reddito complessivo dei quattro maggiori paesi europei è circa i due terzi di quello americano e una volta e mezzo quello del Giappone. L'Europa continua dunque a svolgere un ruolo economico cruciale; in particolare, per i paesi europei è difficile sostenere che gli sviluppi dell'economia mondiale non risentano della loro azione congiunta. Deve d'altro canto essere riconosciuto che in pratica la mancanza di integrazione economica e la frammentarietà delle decisioni di politica economica rendono l'Europa fortemente dipendente dalle politiche economiche perseguite dagli Stati Uniti. Forse soltanto la Germania federale gode di un grado di libertà significativo nella determinazione della politica economica interna.

3. Politiche monetarie e fiscali in una prospettiva internazionale

Il secondo importante elemento necessario per spiegare la debolezza dell'economia europea va ricercato nell'interazione fra le diverse politiche fiscali e monetarie perseguite in Europa, negli Stati Uniti e in Giappone. Prendiamo in esame alcuni fatti che mettono in luce le interrelazioni fra risparmio e investimento nelle tre maggiori economie a livello mondiale, e le interazioni sui saldi di bilancia dei pagamenti di parte corrente (Tavole 4 e 5).

⁵ Per una rassegna su questi punti cfr. MORRIS e SINCLAIR (1985) e MODIGLIANI *et al.* (1986).

TAVOLA 4

DEFICIT DELLA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE¹

Stati Uniti						
	1981	1982	1983	1984	1985	1986*
Deficit della P.A.	-1,0	-3,5	-3,8	-2,9	-3,5	-3,4
Per memoria: Governo federale	-2,1	-4,8	-5,4	-4,7	-5,1	-4,6
Variazione nel saldo effettivo ²	+0,3	-2,5	-0,3	+0,9	-0,6	+0,1
Variazione nel saldo del bilancio strutturale ²	+0,9	-1,3	-0,7	-0,3	-0,4	-0,1
Variazione nel saldo del bilancio strutturale aggiustato per l'inflazione ²	+0,3	-1,5	-0,8	-0,2	-0,5	-0,1
Giappone						
	1981	1982	1983	1984	1985	1986*
Deficit della P.A.	-3,9	-3,6	-3,7	-2,2	-1,3	-0,8
Variazione nel saldo effettivo ²	+0,5	+0,3	-0,1	+1,5	+0,9	+0,5
Variazione nel saldo del bilancio strutturale ²	+0,6	+0,5	+0,5	+1,3	+0,7	+0,8
Variazione nel saldo del bilancio strutturale aggiustato per l'inflazione ²	+0,2	+0,1	+0,4	+1,4	+0,7	+0,3
Germania						
	1981	1982	1983	1984	1985	1986*
Deficit della P.A.	-3,7	-3,3	-2,5	-1,9	-1,1	-0,8
Variazione nel saldo effettivo ²	-0,8	+0,4	+0,8	+0,6	+0,8	+0,3
Variazione nel saldo del bilancio strutturale ²	+0,1	+1,4	+1,1	0,0	+0,6	-0,2
Variazione nel saldo del bilancio strutturale aggiustato per l'inflazione ²	+0,2	+1,4	+0,9	-0,1	+0,5	-0,5

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*. * Previsioni OCSE. ¹ In percentuale del PIL nominale. ² Il segno (+) indica uno spostamento verso una politica restrittiva, quello (-) verso una politica espansiva.

TAVOLA 5

SALDI FINANZIARI SETTORIALI¹

Stati Uniti					
	1981	1982	1983	1984	1985
Famiglie	4,7	5,2	3,5	3,7	2,5
Imprese	-2,1	-0,3	0,7	-1,6	-0,3
Istituzioni finanziarie	0,3	0,2	0,5	0,3	0,4
Settore pubblico	-2,2	-4,7	-5,1	-4,2	-5,0
Estero	-0,3	0,0	1,0	2,4	2,9
Giappone					
	1981	1982	1983	1984	1985
Famiglie	11,0	10,8	10,4	9,3	9,4
Imprese	-3,0	-3,8	-3,7	-2,1	-2,4
Istituzioni finanziarie	-0,2	0,6	1,8	1,3	0,8
Settore pubblico ²	-7,3	-6,9	-6,8	-5,8	-4,1
Estero	-0,4	-0,7	-1,8	-2,8	-3,6
Germania					
	1981	1982	1983	1984	1985
Famiglie	7,9	7,2	6,2	6,3	6,3
Imprese	-6,5	-4,6	-4,3	-4,6	-4,1
Istituzioni finanziarie	1,3	1,0	1,1	1,1	0,9
Settore pubblico	-3,7	-3,3	-2,5	-1,9	-1,1
Estero	1,0	-0,4	-0,5	-0,9	-2,0

Fonte: BRI. ¹ In percentuale del PIL nominale. ² Includo le imprese pubbliche.

Fra il 1981 e il 1986, secondo le stime dell'OCSE, il *deficit* pubblico è cresciuto negli Stati Uniti di 2,4 punti percentuali rispetto al PIL, mentre è sceso di 3,1 e di 2,9 punti, rispettivamente, in Giappone e nella Germania federale. Analoghi risultati si sarebbero registrati qualora le variazioni fossero state calcolate sulla base del bilancio strutturale aggiustato per l'inflazione. Variazioni simili, ma di segno opposto, sono state registrate dal saldo corrente della bilancia dei pagamenti dei tre principali paesi.

Numerosi fattori hanno senza dubbio concorso a spiegare tali mutamenti, che sono stati accompagnati da notevoli variazioni nei tassi di cambio; ma le variazioni delle politiche di bilancio nei tre paesi, accompagnate da una relativa stabilità dei saldi finanziari desiderati dai rispettivi settori privati, hanno svolto un ruolo preminente. Ciò è

peraltro accaduto in quanto l'espansione fiscale negli Stati Uniti è stata accompagnata da politiche monetarie restrittive, che hanno assicurato fiducia nel controllo dell'inflazione e in elevati rendimenti reali delle attività finanziarie.

La differenza fra risparmio totale interno e investimento è uguale al saldo di parte corrente di un paese: d'altra parte, risparmio totale e investimento derivano dall'aggregazione dei settori pubblico e privato. Risolvendo rispetto al saldo del settore privato:

$$(1) \quad S - I = G - T + X - M$$

Se risparmio privato (S) e investimento (I) sono funzioni stabili di un numero ridotto di variabili, che non "spiegano" contemporaneamente le variabili sul lato destro, l'equazione (1) collega la bilancia corrente (X - M) a uno strumento di politica fiscale (G - T). Si noti peraltro che, nel caso di libera fluttuazione del tasso di cambio, la bilancia corrente è uguale al deflusso netto di capitali (ΔNFA); dall'eguaglianza della bilancia dei pagamenti abbiamo:

$$(2) \quad X - M = \Delta NFA$$

L'offerta totale di fondi disponibili per il finanziamento (a) degli investimenti interni e (b) del saldo fra entrate e uscite correnti del settore statale è quindi rappresentata dal risparmio privato interno e da quello estero, misurato dal ricorso ai mercati finanziari internazionali. Il primo non aumenta necessariamente al salire dei tassi d'interesse, a causa dell'interazione fra effetti-ricchezza ed effetti-sostituzione. Il secondo è invece sensibile al salire dei rendimenti, rendendo così il risparmio totale funzione positiva dei rendimenti reali.

Tralasciando il caso di *crowding in* e trascurando gli effetti-ricchezza, dall'equazione (1) si desume che un aumento del disavanzo fiscale sarà accompagnato dalla combinazione di: (a) una crescita dei tassi reali interni, che tendono ad aumentare il saldo finanziario del settore privato, (b) un apprezzamento reale del cambio, che incide negativamente sul saldo corrente della bilancia dei pagamenti.

Sul mercato dei beni tali aggiustamenti richiedono tempo: in particolare, come è noto, l'impatto immediato di una variazione del tasso di cambio provoca un effetto perverso sul saldo delle partite correnti. Il peso dell'aggiustamento nel breve periodo ricade quindi sui mercati delle attività finanziarie, e in particolar modo sul tasso di

cambio che dovrà muoversi in modo da ristabilire una situazione di equilibrio: in altre parole l'aggiustamento avviene sul secondo termine dell'equazione (2). Ciò spiega perché il tasso di cambio è dominato nel breve periodo da forze di natura finanziaria e può mostrare sostanziali deviazioni dai "valori di fondo", soprattutto se le aspettative sul tasso di cambio sono temporaneamente influenzate da forze estrapolatave.

Poiché il saldo finanziario del settore privato ($S - I$) è uguale alla differenza tra le variazioni delle sue attività (ΔFA) e passività (ΔFL) finanziarie, l'equazione (1) può essere scritta come segue:

$$(1') \quad \Delta FA = \Delta FL + \Delta D + \Delta NFA$$

dove ΔD è la variazione del debito pubblico.

In termini finanziari dunque, se esiste una relazione stabile fra *stock* di attività finanziarie, reddito e altre determinate variabili, si farà ricorso a risparmio estero netto ($\Delta NFA < 0$) ogni volta che la variazione del credito totale interno ($\Delta FL + \Delta D$) supererà l'aumento desiderato delle attività finanziarie totali.

In conclusione, il saldo delle partite correnti — e il corrispondente flusso di capitali — sono fortemente influenzati dalle politiche fiscali.⁶ In particolare, i recenti ampi squilibri nei saldi correnti della bilancia dei pagamenti fra i tre maggiori paesi si possono in larga parte spiegare attraverso gli opposti andamenti del *deficit* di bilancio che hanno alterato il saldo aggregato fra risparmio e investimento, determinando al contempo significativi movimenti nei tassi di cambio e di interesse.

Che la politica di bilancio possa influenzare il tasso di cambio è un fatto ben noto; abbiamo il classico risultato del modello di Mundell-Fleming, secondo il quale, in presenza di tassi di cambio fluttuanti e di perfetta mobilità dei capitali, un'espansione fiscale determina un apprezzamento del tasso di cambio reale. Ma sappiamo anche che questo è un risultato di breve periodo. Una volta tenuto conto degli effetti sugli *stocks* degli squilibri cumulati di parte corrente, l'impatto iniziale può facilmente essere ribaltato. Dopo una fase di iniziale apprezzamento, il tasso di cambio tende a scendere, probabilmente al di sotto del livello

⁶ Cfr. FELDSTEIN (1986), BRANSON (1986) e DORNBUSCH (1986).

iniziale, per dare origine a un *surplus* commerciale sufficiente a coprire l'onere del tasso d'interesse sul debito estero:

$$(3) \quad \dot{d} = (r^* - g) d - b$$

ove \dot{d} è la variazione del rapporto debito estero/reddito interno, r^* è il tasso d'interesse (tasso estero per tutti i paesi ad eccezione degli Stati Uniti), g è il tasso di crescita interno e b il saldo commerciale in rapporto al reddito interno.⁷

Alla fine dell'anno la posizione debitoria netta internazionale degli Stati Uniti sarà superiore a 200 miliardi di dollari e le previsioni disponibili sono concordi nel sottolineare che, agli attuali tassi di cambio, il debito dovrebbe salire a oltre 500 miliardi di dollari entro la fine del decennio. Se il tasso d'interesse reale negli Stati Uniti continuerà a essere superiore al tasso di crescita, l'onere crescente del debito richiederà che si registrino ampi *surplus* commerciali, al fine di raggiungere posizioni di bilancia dei pagamenti sostenibili e coerenti.

Secondo la maggior parte dei modelli econometrici a disposizione ciò richiederà, a sua volta, adeguate politiche di consolidamento fiscale negli Stati Uniti e, probabilmente, un ulteriore calo del valore esterno del dollaro.⁸ La misura del consolidamento fiscale e, soprattutto, dell'aggiustamento del cambio dipenderà naturalmente dai concomitanti sviluppi nel resto del mondo, e in modo particolare in Giappone, nella Germania federale e nel resto dell'Europa. Dalle tavole 4 e 5 si può osservare, tenendo conto dei rispettivi pesi delle tre maggiori economie, come l'espansione fiscale registrata negli Stati Uniti nel periodo dal 1981 al 1986 sia stata accompagnata da una contrazione di analoga entità in Giappone e nella Germania federale, sommando le risultanze conseguite in termini di riduzione dei *deficit* pubblici. Presupponendo un perdurare delle tendenze e delle politiche attuali nelle relazioni con i paesi in via di sviluppo,⁹ un'inversione della politica di bilancio e uno spostamento verso posizioni desiderate del saldo corrente e del *surplus*

⁷ Per semplicità non si tiene conto delle voci delle partite invisibili diverse dai flussi di pagamenti in conto interessi.

⁸ Al riguardo si noti che la riforma fiscale negli Stati Uniti riduce sia la protezione fiscale sia la domanda di credito per l'acquisto di beni immobili, *Ceteris paribus*, ciò avrà un impatto negativo sul dollaro.

⁹ Questo è chiaramente un approccio di *second-best*, basato sulla difficoltà di ricreare le condizioni per una ripresa di un flusso adeguato di crediti netti verso i paesi in via di sviluppo. Idealmente, il movimento verso una situazione di equilibrio nel saldo di parte corrente degli Stati Uniti dovrebbe essere accompagnato da un aumento dei prestiti netti e degli investimenti diretti dagli altri paesi industriali verso i paesi in via di sviluppo.

commerciale negli Stati Uniti dovrebbero essere accompagnati da significative variazioni compensative nei saldi tra risparmio interno e investimenti in Giappone e nella Germania federale. Si corre altrimenti il rischio che, a livello mondiale, il risparmio desiderato complessivo superi gli investimenti, con conseguenze negative per la crescita. Il problema che si pone è se questi cambiamenti possano aver luogo in assenza di una politica fiscale più espansiva in questi due paesi.

Tenendo conto della elevatezza e della stabilità della propensione al risparmio delle famiglie in Giappone e nella Germania federale, e del probabile impatto delle variazioni del cambio sugli investimenti, ciò potrebbe rivelarsi difficile, soprattutto se si vuole evitare il rischio di esercitare pressioni eccessive per un allentamento della politica monetaria in futuro.

È il caso di richiamare brevemente alcuni aspetti degli sviluppi fiscali passati che hanno attinenza con questi problemi. L'analisi tradizionale, da libro di testo, mostra che lo spostamento verso un *mix* di politica fiscale espansiva e di politica monetaria restrittiva — come quello perseguito dagli Stati Uniti — conduce in linea di principio a un equilibrio caratterizzato da basso risparmio e basso investimento. Il *mix* opposto comporterebbe, al contrario, una posizione di equilibrio caratterizzata da un tasso elevato di accumulazione.

In realtà, gli Stati Uniti hanno sperimentato nella passata ripresa una forte crescita degli investimenti: il paradosso può trovare facile spiegazione una volta riconosciuti gli aspetti peculiari che hanno caratterizzato l'azione di stimolo fiscale. L'*Economic Recovery Tax Act* (ERTA) ha comportato notevoli incentivi per i nuovi investimenti. Si è stimato che il costo del nuovo capitale produttivo si sia abbassato del 4 per cento, e quello delle nuove infrastrutture di circa il 17 per cento. Queste misure hanno interagito con le facilitazioni esistenti per la deducibilità degli interessi e hanno fornito una forte spinta all'accumulazione.¹⁰

La combinazione di politiche monetarie e fiscali adottata negli Stati Uniti, con la conseguente crescita dei tassi d'interesse internazionali e l'assorbimento di risparmio, ha avuto un impatto fortemente negativo sugli investimenti nel resto del mondo e soprattutto in Europa. Tale impatto è stato peraltro mitigato da quello del cambio: il deprezzamento

¹⁰ Per una valutazione dell'ERTA cfr. JOHNSON e SCANLON (1985).

del tasso di cambio reale ha influenzato positivamente la spesa per investimenti in economie, quali quella giapponese e tedesca, caratterizzate da una crescita basata sulle esportazioni. Il pericolo nella situazione attuale è che, ove non si manifesti una discesa dei tassi d'interesse reali, l'apprezzamento delle rispettive valute eserciti una spinta fortemente negativa sull'accumulazione in tali economie.

In Giappone, nel 1986, nonostante gli effetti del prezzo del petrolio, la fase espansiva del ciclo economico si è arrestata per la stasi degli investimenti, soprattutto nel settore manifatturiero, e per il calo delle esportazioni. Nella Germania federale, nella prima metà del 1986, la crescita è stata debole: ci si attende una ripresa nella seconda parte dell'anno e nel 1987, soprattutto della domanda di consumo, determinata da guadagni nelle ragioni di scambio. Per quanto concerne gli investimenti, le previsioni disponibili sono più diversificate.

Al riguardo una variabile importante è costituita dal livello dei tassi d'interesse e, più in generale, dalla condotta della politica monetaria. Esistono notevoli difficoltà, soprattutto nelle attuali circostanze, nel misurare il livello dei tassi d'interesse reali. Sono probabilmente più attendibili le stime ottenute correggendo rispetto ai tassi di inflazione attesi piuttosto che rispetto ai tassi realizzati. Sussiste peraltro il noto problema di dover stimare i dati più recenti attraverso proiezioni di prezzi.

Vengono qui riportate nelle tavole 6 e 7 alcune stime tradizionali "a ritroso" semplicemente per notare che i tassi di interesse sono molto elevati rispetto agli *standard* storici, in particolare se si tiene conto delle condizioni cicliche e di inflazione. Le stime ottenute mostrano tassi addirittura crescenti sui crediti bancari.

L'attuale andamento dell'inflazione può naturalmente essere visto come un fenomeno di breve durata, e il tasso sottostante di inflazione anticipato potrebbe quindi essere ritenuto superiore ai tassi correnti. Non di meno, i livelli dei tassi reali ottenuti, sulla base del metodo di aggiustamento qui utilizzato, sono così alti che si è portati a ritenere che sia possibile qualche aggiustamento verso il basso dei tassi nominali, senza timore di riaccendere l'inflazione.

Ad ogni modo, l'argomento che il vero tasso d'inflazione previsto è ben superiore al tasso corrente, e che questo impedisce ai tassi a lunga di scendere ulteriormente, può essere usato per controbattere una delle principali argomentazioni contro un allentamento della politica monetaria, specialmente in paesi come la Germania federale e il Giappone.

TAVOLA 6

TASSI DI INTERESSE NOMINALI E REALI¹
(N = tassi nominali; I = inflazione; R = tassi reali)

		1982 Dic.	1983 Dic.	1984 Dic.	1985 Dic.	Gen.	Feb.	Mar.	1986 Apr.	Mag.	Giù.	Lug.
<i>Tassi di mercato monetario²</i>												
Stati Uniti	N	8,9	9,5	8,4	8,3	8,1	7,9	7,5	7,0	6,8	6,9	6,6
	I	3,9	3,8	3,9	3,8	3,9	3,2	2,2	1,6	1,5	1,8	1,6
	R	4,9	5,5	4,3	4,3	4,1	4,5	5,1	5,3	5,2	5,1	4,9
Giappone	N	6,9	6,4	6,4	8,0	6,8	5,8	5,5	4,7	4,2	4,4	4,6
	I	1,8	1,8	2,6	1,8	1,4	1,8	1,1	0,9	1,1	0,6	0,1
	R	5,0	4,6	3,7	6,1	5,4	3,9	4,4	3,8	3,0	3,8	4,5
Germania	N	6,6	6,5	5,8	4,8	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6
	I	4,6	2,6	2,0	1,8	1,3	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5
	R	1,9	3,7	3,8	3,0	3,3	3,8	4,5	4,7	4,9	4,8	5,1
<i>Tassi sui titoli di stato a lungo termine</i>												
Stati Uniti	N	10,6	12,0	11,6	9,7	9,6	9,1	8,1	7,5	7,8	7,7	7,3
	I	3,9	3,8	3,9	3,8	3,9	3,2	2,2	1,6	1,5	1,8	1,6
	R	6,5	7,9	7,4	5,7	5,5	5,7	5,7	5,8	6,2	5,8	5,6
Giappone	N	7,5	6,9	6,3	5,8	5,8	5,2	4,7	4,7	5,1	5,0	5,1
	I	1,8	1,8	2,6	1,8	1,4	1,8	1,1	0,9	1,1	0,6	0,1
	R	5,6	5,1	3,6	4,0	4,3	3,3	3,6	3,7	4,0	4,4	5,0
Germania	N	7,9	8,2	7,0	6,5	6,3	6,2	5,9	5,5	5,8	6,0	5,8
	I	4,6	2,6	2,0	1,8	1,3	0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5
	R	3,2	5,4	4,9	4,7	4,9	5,5	5,8	5,7	6,1	6,2	6,3

Fonti: FMI e bollettini nazionali; per i dati più recenti *Economist*. ¹ Il tasso d'inflazione è definito come variazione percentuale dell'indice dei prezzi al consumo nei dodici mesi precedenti. ² USA: tasso sui "federal funds"; Giappone: "call money rate"; Germania: tasso interbancario a tre mesi.

In presenza di (a) inflazione corrente negativa e crescita prevista dei prezzi positiva, e (b) innovazione finanziaria che conduce a rendimenti competitivi sulle attività monetarie, è prevedibile uno spostamento verso l'alto della domanda di moneta. L'aumento registrato nello *stock* di moneta potrebbe quindi riflettere un mutamento di portafoglio; i tentativi di contrastarlo agendo sulla base monetaria implicherebbero condizioni di restrizione monetaria. D'altro lato, non si può certo sostenere che la situazione nella Germania federale e in Giappone nel 1986 sia già di trappola della liquidità, con una domanda di moneta

infinitamente elastica ai tassi nominali correnti e, quindi, senza alcuna possibilità di abbassarli!

TAVOLA 7

TASSI BANCARI NOMINALI E REALI PER I PRENDITORI PRIMARI¹
(dati di fine periodo; N = tassi nominali; I = inflazione; R = tassi reali)

		1982 Dic.	1983 Dic.	1984 Dic.	1985 Dic.	Gen.	Feb.	Mar.	1986 Apr.	Mag.	Giù.	Lug.
Stati Uniti	N	11,5	11,0	10,8	9,5	9,5	9,5	9,0	8,5	8,5	8,5	8,0
	I	1,6	1,0	1,5	0,6	0,3	-1,0	-2,6	-3,9	-4,1	-4,1	-4,9
	R	9,7	9,9	9,2	8,8	9,2	10,6	11,9	12,9	13,1	13,4	13,6
Giappone	N	6,3	5,9	5,7	5,7	5,7	5,6	5,4	5,2	5,0	5,0	4,7
	I	0,1	-1,1	0,1	-2,1	-2,4	-3,0	-3,4	-4,2	-4,1	-4,2	-4,9
	R	6,2	7,1	5,6	8,0	8,3	8,9	9,1	9,8	9,5	9,6	10,0
Germania	N	8,8	7,8	7,8	7,3	7,3	7,3	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
	I	3,5	2,0	2,4	0,6	-0,3	-1,4	-2,0	-2,6	-3,2	-3,2	-3,8
	R	5,1	5,7	5,3	6,7	7,6	8,8	9,0	9,7	10,3	10,3	11,0

Fonti: Morgan Guaranty, OCSE. ¹ Il tasso di inflazione è definito come variazione percentuale dei prezzi all'ingrosso dei prodotti manifatturati nei dodici mesi precedenti.

4. Conclusione

Il "problema Europa" non può essere visto e valutato isolandolo dal quadro mondiale. La coerenza internazionale e la compatibilità delle bilance dei pagamenti in un contesto sostenibile a medio termine richiede un controllo reciproco — e possibilmente un aggiustamento — delle differenti politiche: l'approccio "risparmio-investimento, saldo corrente" è utile per identificare le interazioni economiche a livello internazionale.

Negli Stati Uniti è necessaria una riduzione del *deficit* strutturale di bilancio: senza questo aggiustamento fiscale, la sola svalutazione del tasso di cambio non produrrebbe i mutamenti richiesti nei prezzi relativi, né uno spostamento permanente tra produzione e assorbimento. Il necessario aggiustamento non deve peraltro implicare conseguenze recessive e la comparsa di risparmio abortivo a livello globale. Appare dunque opportuna qualche compensazione, in termini di politica fiscale più espansiva sia in Giappone sia in quei paesi europei in cui l'azione di consolidamento del bilancio ha già condotto a disavanzi

molto bassi e a saldi strutturali sostanzialmente in equilibrio, se non in avanzo. Questi mutamenti nell'orientamento della politica fiscale non determinano necessariamente una ripresa della crescita del settore pubblico: il mutamento desiderato può essere ottenuto attraverso la detassazione dei redditi o con temporanei incentivi all'investimento.

Dal punto di vista monetario, in Europa è possibile e auspicabile una riduzione dei tassi d'interesse nominali, per motivi sia interni sia esterni. Misurati in termini di tasso d'inflazione corrente, i tassi d'interesse reali hanno raggiunto, in alcuni paesi europei in particolare, massimi storici. Il fatto che siano bassi in termini nominali e che l'inflazione in alcuni paesi sia negativa fa ritenere plausibile uno spostamento verso l'alto della domanda di moneta: in queste condizioni, una rigida adesione agli obiettivi quantitativi preordinati potrebbe comportare, in quei paesi, una politica monetaria restrittiva.

Come è stato notato, il problema principale in Europa è quello dell'occupazione. I fattori demografici potranno alleviare le difficoltà nel medio termine; ma questa non è una buona ragione per accettare gli attuali livelli di disoccupazione. Al di là del problema di una adeguata armonizzazione delle politiche economiche, la crescita dell'occupazione in Europa richiede notevoli miglioramenti nel funzionamento del mercato del lavoro. I prezzi non riescono a raggiungere livelli di equilibrio; i lavoratori sono soggetti a forme di razionamento, non essendo in grado di lavorare il numero di ore desiderato ai salari correnti; spostamenti intersettoriali nell'occupazione, richiesti da variazioni nella domanda e nei metodi di produzione, incontrano seri ostacoli. D'altro canto, la moderazione salariale negli ultimi anni rende difficile sostenere che quanto avviene in Europa è la semplice testimonianza di un caso di "disoccupazione classica", in presenza di eccesso di offerta sul mercato del lavoro e di eccesso di domanda su quello della produzione. È viceversa presente anche disoccupazione "keynesiana".

Appare quindi necessario che quei paesi europei i quali hanno già raggiunto un equilibrio strutturale di bilancio e un tasso d'inflazione molto basso (o negativo) modifichino l'orientamento restrittivo delle politiche monetarie e fiscali che ha caratterizzato gli ultimi anni. Un aggiustamento a livello microeconomico del mercato del lavoro al fine di migliorarne il funzionamento sarebbe l'azione appropriata in tutti i paesi europei per il raggiungimento di un miglior equilibrio interno ed esterno.

RAINER S. MASERA

BIBLIOGRAFIA

- BLANCHARD, O. and L. SUMMERS, "Hysteresis and the European Unemployment Problem", Massachusetts Institute of Technology, mimeo, 1986.
- BRANSON, W.H., "The Limits of Monetary Coordination as Exchange Rate Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1986.
- BRUNO, M. and J. SACHS, *Economics of Worldwide Stagflation*, Harvard, 1985.
- DORNBUSCH, R., "Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1986.
- FELDSTEIN, M., "U.S. Budget Deficits and the European Economies: Resolving the Political Economy Puzzle", *NBER Working Paper*, N. 1790, gennaio 1986.
- FITOUSSI J.P. and E.S. PHELPS, *An Explanation of the Slump in Europe Open-Economy Theory Reconstructed*, 1986.
- GORDON, R.J., "Productivity, Wages, and Prices Inside and Outside of Manufacturing in the U.S., Japan, and Europe", studio presentato all'International Seminar on Macroeconomics, Namur, Belgio, giugno 1986.
- JOHNSON K. and M. SCANLON, "Behaviour of U.S. Interest Rates and Implications for Economic Activity", in *Nominal and Real Interest Rates: Determinants and Influences*, BRI, Basilea.
- LINDBECK, A. and D.J. SNOWER "Involuntary Unemployment as an Insider-Outsider Dilemma", Seminar Paper, N. 282, Institute for International Economic Studies, University of Stockholm, 1984.
- MASERA R.S., "Il coordinamento delle politiche economiche e i tassi di cambio", *Il sistema dei cambi, oggi*, a cura di T. Padoa-Schioppa, il Mulino, Bologna, 1986.
- MCDONALD, I.M. and M. SOLOW, "Wages and Employment in a Segmented Labour Market", *Quarterly Journal of Economics*, novembre 1985.
- MODIGLIANI, F. et al., "Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group: Reducing Unemployment in Europe: the Role of Capital Formation", *EC Economic Papers*, N. 47, luglio 1986.
- MORRIS, D. and P. SINCLAIR, "The Assessment: The Unemployment Problem in the 1980s", *Oxford Review of Economic Policy*, estate 1985.
- OCSE, *Economic Outlook*, maggio 1986.
- SACHS, J., "High Unemployment in Europe", *NBER Working Paper*, N. 1830, febbraio 1986.
- SOLOW, R., "Insiders and Outsiders in Wage Determination", *Scandinavian Journal of Economics*, 1985.
- STECKE K. et al., "Classification of Flexible Manufacturing Systems: Evolution Towards the Automated Factory", The University of Michigan, *Working Paper*, N. 363, dicembre 1983.
- WHARTON ECONOMETRIC FORECASTING, *World Economic Service: Historical Data*, gennaio 1985 e *World Economic Outlook*, luglio 1986.