

SALDO DEL CONTO CORRENTE ED EQUILIBRIO MACROECONOMICO (*)

1. Il saldo di conto corrente e le sue determinanti dirette.

Nel testo di questo capitolo il Rapporto ICE analizza le diverse voci del conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana, e il loro andamento nel corso del 1988. In questo riquadro si propone una riconsiderazione del fenomeno alla luce dell'evoluzione macroeconomica dell'economia italiana, e in particolare dell'andamento della finanza pubblica.

La prospettiva che del fenomeno viene data nel testo del Rapporto, pur tenendosi ad un livello fortemente aggregato, è riferita ai comportamenti microeconomici di importatori ed esportatori di merci e di servizi, e quindi alle variabili che ne determinano l'evoluzione. Nei capitoli successivi l'analisi viene anzi spinta a livello disaggregato per aree geografiche e per settori merceologici.

Questa impostazione tende quindi ad individuare a livello microeconomico, anche se empiricamente aggregato, le variabili che più direttamente influenzano i comportamenti in questione. Le principali fra queste sono due:

a) la competitività dei prodotti nazionali rispetto a quelli esteri, quale risulta dal confronto fra i rispettivi prezzi e fra i margini di profitto che tali prezzi permettono sopra ai costi di produzione. I tassi di cambio fra la moneta nazionale e le monete estere contribuiscono a determinare tale competitività relativa. Si misurano così indici di competitività, chiamati «tassi di cambio reale» in contrapposizione a quello nominale; ciò soprattutto quando il discorso è riferito alla questione se il cambio fra una moneta e le altre ne rifletta il rispettivo potere di acquisto interno (1);

b) la forza della domanda interna rispetto a quella degli altri paesi, espressa dal livello, o dai tassi di crescita, dei rispettivi redditi nazionali o delle loro componenti. Queste -in particolare il consumo e l'investimento- in quanto variabili più appropriate a determinare l'andamento delle eventuali disaggregazioni dello scambio di merci e servizi nelle diverse voci e gruppi merceologici.

2. Obiettivi di equilibrio esterno e politiche economiche di breve periodo.

Da tale impostazione, che caratterizza questo capitolo del Rapporto, deriva altresì l'identificazione delle politiche economiche che possono più direttamente influire sull'andamento del conto corrente, e in particolare sul suo saldo aggregato. Esse sono:

a) da un lato quelle che riescono ad alterare il livello dei prezzi o dei costi relativi, attraverso modifiche del tasso di cambio o interventi atti comunque ad alterare il tasso di cambio reale;

b) d'altro lato quelle che -come la politica monetaria e fiscale- riescono a modificare il reddito disponibile o la liquidità dell'economia; quindi la propensione a spendere e quindi anche la propensione ad importare e ad esportare merci e servizi.

Tale impostazione implica altresì che l'analisi si concentri sul saldo di conto corrente quale vincolo all'equilibrio esterno dell'economia, piuttosto che sul saldo complessivo della bilancia dei pagamenti - cioè sulla somma dei saldi di conto corrente e dei movimenti di capitale. Da questo punto di vista le politiche monetaria e fiscale non presentano sostanziali differenze qualitative nei loro effetti sul saldo di conto corrente, in quanto entrambe agiscono tramite il controllo del livello, o del tasso di variazione, della domanda aggregata. I loro effetti risultano invece essenzialmente diversi quando il concetto di equilibrio esterno venga esteso alla bilancia complessiva dei pagamenti con l'estero, inclusi i movimenti di capitali. Infatti, è noto come le politiche monetaria e fiscale abbiano effetti contrapposti sui movimenti di capitali, mentre esse hanno appunto analoghi effetti sul conto corrente.

Una politica monetaria espansiva, ad esempio, tendenzialmente produce un relativo abbassamento dei tassi di interesse, almeno finché non si considerino le attese di inflazione e di eventuale modifica del cambio, che da tale politica potrebbero essere generate. I portafogli degli investitori finanziari tenderanno quindi a redistribuirsi su titoli esteri anziché interni, alimentando maggiori uscite nette di capitali. In altre parole, la politica monetaria espansiva, mentre deteriora il conto corrente, deteriora anche quello in conto capitale.

Al contrario, una politica fiscale espansiva tendenzialmente spinge verso l'alto la struttura dei tassi di interesse interni. Infatti, da un lato essa genera direttamente un più elevato livello della domanda aggregata di prodotti e servizi, a fronte di un immutato livello di offerta di moneta; dall'altro, la maggiore emissione di titoli pubblici richiesta dal finanziamento della politica fiscale espansiva -a fronte di una politica monetaria per ipotesi immutata- richiede che il prezzo dei titoli si abbassi per farli assorbire dal mercato, e quindi che i tassi di interesse si alzino. Ciò, per motivi analoghi (anche se di segno opposto) a quelli visti per la politica monetaria espansiva, genera un maggior afflusso netto di

(*) di Giorgio Basevi

capitali dall'estero, fin tanto che i portafogli degli investitori finanziari non avranno raggiunto un nuovo equilibrio. In altre parole, quindi, la politica fiscale espansiva, mentre, come quella monetaria, deteriora il conto corrente, migliora il conto capitale della bilancia dei pagamenti, per date aspettative sul livello dei cambi e dei prezzi.

Da questa parziale equivalenza e parziale contrapposizione degli effetti delle due politiche, deriva la prescrizione ormai classica del «policy mix»: quando non si possa o non si voglia ricorrere a politiche atte ad alterare i prezzi relativi (ad esempio attraverso la modifica del cambio) e inoltre non si voglia compromettere un dato livello di domanda necessario a mantenere l'obiettivo dell'occupazione o della stabilità dei prezzi, la ricetta è apparentemente semplice: usare la politica monetaria e la politica fiscale in senso contrapposto. Più precisamente, se, ad esempio, a fronte di un dato livello di domanda aggregata, che si vuole mantenere immutato, la bilancia dei pagamenti tende a generare un disavanzo, la politica monetaria dovrà essere usata in modo restrittivo e quella fiscale in modo espansivo. Entrambe contribuiranno allora a far lievitare i tassi di interesse interni, mentre i loro effetti contrapposti sulla domanda aggregata si compenseranno annullandosi: il risultato netto sarà un conto corrente immutato al livello implicato dal dato livello di domanda aggregata e di prezzi relativi, ma un conto capitale migliorato e quindi in grado di eliminare il disavanzo globale della bilancia dei pagamenti, che costituiva lo squilibrio esterno.

3. Politiche economiche ed equilibrio esterno nel medio-lungo periodo

I limiti di una tale soluzione sono molteplici e non è questo il luogo per richiamarli. Basti far notare che la soluzione è valida in un periodo di tempo abbastanza breve da permettere che il flusso dei capitali attirati o respinti dalla modifica indotta nei tassi di interesse non si esaurisca, il che accadrà quando i portafogli degli investitori finanziari si saranno ricomposti. Allora, infatti, l'immutata situazione del conto corrente riproporrà il problema dell'equilibrio esterno sotto forma di un disavanzo di bilancia dei pagamenti che richiede anche una modifica del conto corrente - e una che sia duratura - e non solo una del conto capitale - che, come si è visto, non è duratura.

Nel medio-lungo periodo, quindi, il problema dell'equilibrio esterno si ripropone in termini di conto corrente. Quanto sia lungo tale periodo dipende dal ritmo di accumulo di debito estero o di perdita di riserve che un continuo disavanzo di conto corrente determina, cioè dal suo ammontare. Prima o poi, comunque, è presumibile che segnali di inversione nel conto corrente debbano essere dati al mercato per indurlo a continuare a finanziare tale disavanzo; inoltre un periodo di avanzi dovrà essere generato per riportare la consistenza di debito estero su valori che siano sopportabili dall'economia.

Mentre queste brevi considerazioni sono qui svolte in linea generale e teorica, è chiaro, soprattutto con riferimento all'ultima osservazione, come la problematica sia prossima a quella di paesi che, come gli Stati Uniti e l'Italia, pur se per motivi e dimensioni diversi, si sono trovati negli ultimi anni a fronteggiare forti disavanzi di conto corrente, finanziandoli con ampi afflussi di capitali netti dall'estero. Inoltre, la questione della sostenibilità del debito estero che così si viene accumulando, è un altro risvolto di un problema, che, nell'esperienza concreta di paesi come il nostro, si presenta anche o soprattutto sotto il risvolto della sostenibilità del debito pubblico.

A proposito della relazione fra disavanzo pubblico e disavanzo di conto corrente, e dei corrispondenti accumuli di debito pubblico e di debito estero che essi generano, si è parlato - soprattutto con riferimento agli Stati Uniti, ma anche all'Italia - di «twin deficits», cioè di una relazione stretta fra disavanzo pubblico e disavanzo in conto corrente della bilancia dei pagamenti.

4. Politiche monetaria e fiscale in funzione del tipo di equilibrio esterno e di contesto istituzionale vigente.

Nell'ambito dell'analisi brevemente richiamata sopra la teoria economica ha da tempo concluso che nella manovra coordinata di politica monetaria e di politica fiscale, sia opportuno assegnare alla politica monetaria l'obiettivo prioritario dell'equilibrio esterno, e alla politica fiscale quello dell'equilibrio interno. Ciò perchè, pur influenzando ciascuna entrambi gli obiettivi, ciascuna ha una sorta di «vantaggio comparato» sull'obiettivo che così le viene attribuito.

L'analisi differisce a seconda che il contesto istituzionale sia di cambio fisso o flessibile, ma il ragionamento è analogo. In ogni caso esso è riferito ad un equilibrio esterno definito in termini di saldo globale dei pagamenti e non di saldo del conto corrente.

La struttura dell'analisi è costituita dalla dinamica del sistema, e corrisponde al fatto, già richiamato, che, mentre la politica monetaria ha effetto univoco sul conto corrente e sul conto capitale, la politica fiscale ha effetto contrastante sulle due componenti della bilancia dei pagamenti. Entrambe le politiche, per altro, hanno effetto univoco nei confronti dell'equilibrio interno.

Ai fini dell'applicazione di questa analisi al caso italiano attuale, ma anche a quello degli Stati Uniti, è opportuno rammentare che essa identifica due situazioni alternative di «impasse» nel caso limite caratterizzato da perfetta mobilità dei capitali, perfetta sostituibilità dei titoli interni ed esteri nei portafogli degli investitori finanziari, e regime di cambi fissi oppure fluttuanti. Infatti si può dimostrare che, nella situazione appena individuata, se i cambi sono fissi la politica monetaria perde qualunque efficacia nei confronti dell'equilibrio interno, mentre se i cambi sono fluttuanti è la politica fiscale a perdere qualunque efficacia nei confronti dello stesso equilibrio interno.

Nel caso di cambi fissi e date le ipotesi suddette quanto alla perfetta integrazione dei mercati finanziari internazionali, una politica monetaria espansiva mirata, ad esempio, ad aumentare il livello della domanda aggregata, tendenzialmente riduce il tasso di interesse interno. Tuttavia, in cambi fissi, ciò si riflette immediatamente in una uscita di capitali, che anzi impedisce la caduta del tasso di interesse. Il risultato è che la base monetaria creata dalla politica monetaria espansiva viene tutta distrutta dalla bilancia dei pagamenti. Infatti le autorità monetarie devono vendere riserve per mantenere il cambio fisso a fronte di uscite illimitate di capitali, e ciò continua fintanto che esse tentano, senza per altro riuscirci, ad ampliare la quantità totale di base monetaria o comunque ad abbassare i tassi di interesse. Quindi, non abbassandosi i tassi e non cambiando la base monetaria, tale politica non può sortire alcun effetto sulla domanda aggregata e sull'equilibrio interno. Essa, per altro, ha un effetto massimo sull'equilibrio esterno: se l'obiettivo in questo esempio fosse stato quello di provocare un disavanzo di bilancia dei pagamenti e ridurre la consistenza delle riserve internazionali, esso sarebbe pienamente e immediatamente raggiunto.

D'altra parte, in questo stesso caso, una politica fiscale espansiva ha piena efficacia sull'obiettivo interno: non solo direttamente essa fa aumentare la domanda aggregata, ma l'aumento tendenzialmente indotto nei saggi di interesse attira capitali dall'estero in quantità illimitata e quindi genera una creazione dall'estero di base monetaria aggiuntiva, che sostiene l'aumento della domanda stessa.

Nel caso di cambi flessibili, è la politica fiscale che, nel contesto ipotizzato, perde completamente efficacia nei confronti dell'equilibrio interno. Supponendo nuovamente una situazione in cui si desidera ampliare la domanda -ora però mediante espansione della politica fiscale-, l'aumento tendenziale dei saggi di interesse che ciò provoca, attirando i capitali dall'estero in quantità illimitata, fa apprezzare il cambio, riducendo la competitività delle esportazioni ed aumentando quella delle importazioni. Il conto corrente si deteriora, sottraendo domanda aggregata netta per un ammontare esattamente uguale alla domanda aggregata aggiuntiva che si genera attraverso la politica fiscale espansiva. Infatti, fin tanto che la politica fiscale opera in modo espansivo, resta la pressione verso l'alto sui tassi di interesse e quindi perdura l'afflusso di capitali e con essi l'apprezzamento del tasso di cambio. Quindi perdura anche lo spiazzamento di domanda netta estera da parte della domanda interna direttamente o indirettamente generata dalla politica fiscale espansiva. Questa politica non ha pertanto alcun effetto netto espansivo sulla domanda aggregata, ma solo un effetto sulla sua composizione. D'altra parte, la stessa politica ha un pieno effetto sull'obiettivo dell'equilibrio esterno. Obiettivo che, in cambi flessibili, va riferito non al saldo della bilancia dei pagamenti -che è infatti nullo in cambi perfettamente fluttuanti- bensì al tasso di cambio che risulta dall'equilibrio macroeconomico del sistema. Infatti, nel nostro esempio, la politica fiscale espansiva è pienamente atta a far apprezzare il cambio.

D'altra parte la politica monetaria, in questo stesso caso, resta pienamente efficace quale strumento per l'obiettivo interno: un'eventuale espansione monetaria in cambi flessibili non è vanificata dal deflusso di base monetaria attraverso la bilancia dei pagamenti, come avveniva in cambi fissi; quindi essa, traducendosi in un deprezzamento del cambio indotto dalla tendenza dei tassi di interesse a cadere, provoca una maggiore domanda netta dall'estero e quindi aumenta la domanda aggregata per i prodotti e servizi del paese.

Il motivo per cui si è voluto richiamare il contesto in cui la politica monetaria (cambi fissi) o quella fiscale (cambi fluttuanti) perdono la loro efficacia nei confronti dell'equilibrio interno, è quello di poter far riferimento a quest'analisi nello spiegare, almeno in parte, analogie e differenze fra le situazioni apparentemente simili di Stati Uniti ed Italia rispetto al simultaneo verificarsi di forti disavanzi di conto corrente e di bilancio pubblico.

Prima però di passare all'esame di tali corrispondenze, è opportuno condizionare ulteriormente l'analisi, in un senso che sarà particolarmente rilevante nel caso dell'esperienza italiana più recente.

Supponiamo che il controllo della politica fiscale non sia tale da permetterne una modulazione flessibile ai fini del perseguimento di determinati obiettivi nel breve-medio periodo. Ciò è particolarmente vero in Italia, ove le peripezie della legge finanziaria e la difficoltà di convertire in legge modifiche introdotte anche tempestivamente mediante decreti governativi, nonché la disgregazione delle decisioni politiche determinata dalla natura dei governi di coalizione, rendono particolarmente inaffidabile la manovra fiscale ai fini del controllo congiunturale dell'economia, e comunque estremamente lenta la manovra di rientro della finanza pubblica su un sentiero di crescita equilibrato.

Queste difficoltà, negli anni ottanta, sono state presenti anche negli Stati Uniti, ma per motivi diversi, in quanto l'Amministrazione non ha goduto dell'appoggio della maggioranza del Congresso e comunque si è basata su una filosofia di riduzione delle imposte, ma anche di mantenimento di spese

pubbliche elevate in settori strategici, e non è stata quindi in grado di modificare la politica fiscale secondo quanto richiesto da una maggior equilibrio dell'economia.

In tali situazioni viene a mancare o ad essere condizionata da altri obiettivi la disponibilità di uno dei due strumenti principali per il controllo della politica economica, cioè appunto di quello fiscale. In questo caso la politica monetaria dovrà sobbarcarsi più compiti e quindi raggiungere compromessi rispetto a diversi obiettivi. Una soluzione adottata in Italia fino agli anni recenti era quella dei controlli diretti, e in particolar modo dei controlli sui movimenti di capitali. In altre parole, non essendo disponibile la politica fiscale ed essendo altrimenti inefficace la politica monetaria per l'equilibrio interno in situazione di cambi fissi e mercati finanziari efficienti, il controllo sui movimenti di capitali forniva lo strumento mancante.

I controlli sui movimenti di capitali spezzano infatti quel legame tra tassi di interesse e movimenti di capitali che rende la politica monetaria inefficace per l'equilibrio interno in cambi fissi. Questa può allora essere mirata al perseguimento dell'equilibrio interno, mentre il controllo dei movimenti di capitali permette di mantenere il cambio fisso e simultaneamente perseguire l'equilibrio esterno (2).

Si noti che, in tutto quanto si è detto in questo paragrafo, il concetto di equilibrio esterno è ancora quello abituale nel contesto di breve periodo e di mercati finanziari internazionali fortemente integrati, cioè quello di equilibrio globale della bilancia dei pagamenti; un equilibrio per il quale l'orizzonte è sufficientemente breve da non essere offuscato dal fatto che un eventuale disavanzo di conto corrente continui ad essere compensato da un corrispondente, ma opposto, saldo in conto capitale. Tuttavia, quando tale situazione si prolungasse nel tempo e per dimensioni notevoli rispetto alle grandezze dell'economia, le nuvole inevitabilmente si accumulerebbero all'orizzonte, come testimoniano i casi degli Stati Uniti e dell'Italia in questi ultimi anni. Le nuvole offuscherebbero inoltre sia l'orizzonte interno -quando in corrispondenza del disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti si verifica un disavanzo pubblico che fa crescere continuamente il debito pubblico- sia l'orizzonte esterno -quando lo stesso disavanzo del conto corrente finanziato da continui afflussi di capitali fa salire a livelli che possono divenire insopportabili il debito estero accumulato dal paese.

E' in questo contesto che si è venuta riproponendo in questi anni una teoria che collega direttamente lo squilibrio del conto corrente della bilancia dei pagamenti allo squilibrio del bilancio pubblico.

5. Disavanzo di bilancio pubblico e disavanzo estero. Una relazione biunivoca?

Tale teoria, aveva già ottenuto una prima formulazione, anche se non molto accurata, negli anni settanta, quando raggiunse una certa popolarità, anche se non proprio una dignità scientifica (3), nel Regno Unito sotto il nome di «new Cambridge school». Essa, ritornando a definire l'equilibrio esterno in termini di conto corrente, sosteneva che, contrariamente a quanto argomentato sopra (con riferimento però al saldo globale della bilancia dei pagamenti), il vantaggio comparato della politica fiscale consiste proprio nel mantenimento dell'equilibrio esterno; mentre quello della politica monetaria consiste nel mantenimento dell'equilibrio interno attraverso l'influenza che, in un contesto di cambi flessibili, essa ha sul livello del cambio e quindi della domanda aggregata.

Più di recente, e cioè negli anni ottanta, la teoria viene invece riproposta sulla base di un'analisi che coinvolge sia il conto corrente che il conto capitali, ma l'obiettivo di equilibrio esterno torna ad essere definito in termini di conto corrente nel lungo periodo.

Il contesto in cui il rovesciamento dei ruoli fra politica monetaria e fiscale viene così nuovamente operato è quello di situazioni in cui -come per gli Stati Uniti e l'Italia- si osserva uno stretto legame tra disavanzo di parte corrente e disavanzo pubblico, o comunque si sperimenta un aggravarsi dell'onere del debito pubblico, in concomitanza di un disavanzo di parte corrente che persiste al di là della parte fondamentale dovuta all'eccesso di domanda interna e al grado insufficiente di competitività. La situazione è tuttavia differente a seconda che il contesto sia quello di paesi che, come gli Stati Uniti o il Regno Unito, hanno una moneta a cambio fluttuante, oppure di paesi la cui moneta, almeno nei confronti di un gruppo di monete per essa dominante, quale è per l'Italia il gruppo dello SME, fluttua solo entro margini relativamente ristretti e può essere sottoposta a riallineamenti di cambio solo in via eccezionale.

Prima ancora di esaminare l'evidenza empirica, può essere anche qui utile ripercorrere brevemente l'argomentazione teorica sottostante questa reimpostazione del problema. Interessante, tra l'altro, è che da essa risulterà come il senso causale tra disavanzo del conto corrente e avanzo del conto capitale, che nella visione fin'ora analizzata andava dal primo al secondo, nella nuova visione viene invertito.

L'argomentazione è stata soprattutto sviluppata con riferimento al caso degli Stati Uniti, e quindi a cambi relativamente fluttuanti. Il forte disavanzo pubblico generato dalla politica economica delle Amministrazioni repubblicane dopo il 1980 genera tassi di interesse più elevati, e ciò è possibile per un paese che, come gli Stati Uniti, ha dimensioni tali da influenzare il tasso di interesse internazionale.

In ogni caso, la necessità di emettere gran quantità di titoli a fronte del disavanzo pubblico trova corrispondenza, attraverso un aumento dei tassi, in forti afflussi di capitali. Il dollaro si apprezza (come osservato dal 1980 alla primavera del 1985) e a seguito di ciò, oltre che della pressione sulla domanda interna direttamente esercitata dalla politica fiscale espansiva, l'afflusso di capitali, che originariamente sono chiamati a finanziare il disavanzo pubblico, genera il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Anzi, questo disavanzo può anche essere superiore a quello del settore pubblico, nella misura in cui il saldo tra risparmi e investimenti del settore privato dell'economia americana è influenzato negativamente dalla politica fiscale in corso. Infatti aumentano gli investimenti a fronte di un insufficiente ritmo di risparmio da parte delle famiglie e dello stesso sviluppo dell'economia indotto dall'espansione fiscale. Il risparmio netto dall'estero deve allora finanziare, oltre al disavanzo pubblico, il disavanzo finanziario del settore famiglie e imprese: ciò si verifica in particolare negli ultimi due o tre anni (4).

Secondo l'analisi della «new Cambridge school», invece, il saldo del settore famiglie-imprese avrebbe dovuto essere relativamente stabile, e quindi la corrispondenza tra saldo del settore pubblico e saldo del conto corrente assai stretta. Ciò, per altro, è anche nello spirito dell'ipotesi dei «twin deficits», che viene proposta per gli Stati Uniti negli anni ottanta.

Analoga se pur diversa, per il diverso contesto istituzionale -in particolare rispetto al regime di cambio- e per le diverse dimensioni dei mercati e del paese coinvolti, è l'argomentazione a proposito del caso dell'Italia. Qui l'analisi fa trasparire, maggiormente che nel caso degli Stati Uniti, il timore per la sostenibilità di tale processo nel lungo periodo, a fronte del continuo accrescersi del debito pubblico, a livelli già assai elevati rispetto al PIL. A dire il vero anche per gli Stati Uniti il discorso negli ultimi anni è fortemente influenzato dalla considerazione della sostenibilità nel lungo periodo, ma il debito di cui ci si preoccupa è quello estero. Tuttavia la dimensione del paese, e quindi la proporzione ancora contenuta rispetto al PIL, e la minore quota rispetto al medesimo del debito pubblico interno, nonché la condizione di price-maker piuttosto che di price-taker che gli Stati Uniti possono avere nell'ambito dei mercati finanziari internazionali, pongono il problema in una luce meno drammatica di quello dell'Italia.

In ogni caso, il contesto istituzionale italiano è analogo ma diverso sotto un altro aspetto. L'Italia è si avviata ormai verso la piena liberalizzazione dei movimenti di capitali, ma è anche un paese per la cui moneta le autorità sembra abbiano rinunciato al ricorso a svalutazioni nell'ambito dello SME. La lira, contrariamente al dollaro, non fluttua nei confronti di tutte le altre principali monete. L'argomentazione per l'Italia si arricchisce allora delle considerazioni sui rapporti tra consistenze e flussi di debito pubblico interno e di debito estero, nonché al premio di rischio che il settore pubblico apparentemente è costretto a pagare sui tassi di interesse di mercato internazionale a seguito della delicata situazione di indebitamento che lo caratterizza. Il livello anormalmente elevato dei tassi di interesse italiani, a fronte di aspettative che, almeno per il breve-medio termine, non prospettano più un riallineamento del cambio della lira, attrae facilmente capitali dall'estero, anche oltre i bisogni di finanziamento del conto corrente. Quindi, il conto corrente rischia di deteriorarsi ulteriormente in quanto, con cambio fisso, la Banca d'Italia -avendo nel contempo liberalizzato le entrate (oltre che le uscite) di capitali attraverso la maggior libertà di indebitamento diretto delle imprese nei confronti dell'estero- perde il controllo sulla liquidità, cioè sul livello di credito che l'economia riceve. Infatti la disponibilità di credito che così proviene dall'estero mantiene elevata al domanda, in particolare quella di importazione, e quindi deteriora il conto corrente tramite l'effetto assorbimento. Inoltre, nella misura in cui la Banca d'Italia permette di trovar sfogo alle entrate di capitali in un apprezzamento della lira nell'ambito dello SME -che è di ampiezza limitata, a meno di un riallineamento che veda la lira rivalutarsi nei confronti del marco- o comunque non ne permette il deprezzamento che sarebbe indicato dal differenziale di inflazione, il conto corrente si deteriora attraverso l'effetto di prezzo relativo dovuto ad un cambio sopravvalutato.

Da questo punto di vista, quindi, il perdurare di disavanzi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana (che, per limitarci agli anni ottanta, torna in avanzo solo nel 1983 e nel 1986) non deriva solo o tanto direttamente dal deterioramento della competitività rispetto ai nostri concorrenti esteri e all'eccesso di crescita della domanda interna rispetto a quella estera, quanto indirettamente (attraverso la spinta all'apprezzamento e quindi alla sopravvalutazione della lira) dagli alti tassi di interesse e quindi dagli afflussi di capitali. Questi risultano e sono necessari al collocamento di un elevato flusso di debito pubblico, ma soprattutto al mantenimento dello stock esistente a fronte della sua ulteriore crescita.

Il conto corrente ulteriormente deficitario risulta quindi conseguenza, più che causa, del conto capitale in avanzo: piuttosto che richiamare, esso, un avanzo di conto capitale (o una diminuzione di riserve), è l'avanzo di conto capitale direttamente causato dalla situazione della finanza pubblica a generare un disavanzo di conto corrente. Da questo punto di vista, tuttavia, sebbene si sostenga una relazione causale dalla finanza pubblica alla bilancia dei pagamenti, non si sostiene più, come faceva la «new Cambridge school», una relazione di uguaglianza quantitativa tra disavanzo del conto corrente e disavanzo del bilancio pubblico. Infatti, se (come nel caso italiano) gli elevati tassi di interesse che il Governo è costretto a pagare sui propri titoli sono dovuti non tanto al rischio connesso ai nuovi

flussi che sarebbero necessari per finanziare il conto della Pubblica Amministrazione al netto degli interessi -chè anzi questo è andato migliorando rispetto al PIL negli ultimi anni-, bensì alla consistenza ormai accumulata di debito pubblico e alla crescita che questa comporta nel disavanzo al lordo degli interessi, allora la relazione fra disavanzo di conto corrente e disavanzo pubblico è piuttosto determinata dalla relazione fra flusso (il disavanzo appunto del conto corrente) e stock (la consistenza di debito pubblico e/o estero già esistente). Che così debba essere è suggerito dal fatto che i movimenti di capitale, in quanto riflesso della ricomposizione dei portafogli, dipendono dai livelli dei tassi di interesse rispetto a quelli internazionali, e quindi dagli stocks (e non dai flussi) delle diverse attività esistenti, tra i quali in particolare lo stock di debito pubblico. La relazione fra disavanzo di conto corrente e disavanzo pubblico non è quindi tra due «twin deficits», se non quando vi sia una particolare combinazione, più o meno equilibrata, fra stocks di diverse attività.

L'evidenza empirica non indica comunque una relazione diretta fra tali due disavanzi che sia stabile nel tempo e per diversi paesi.

La tab.1 riporta i saldi del settore «governo» (T - G) e del settore «estero» (X - M) per i cinque principali paesi industrializzati dal 1970 al 1988, espressi in percentuale rispetto al PIL. I coefficienti di correlazione fra tali due saldi risultano tutti positivi, ma non particolarmente elevati e comunque ben inferiori all'unità: il più elevato è quello degli Stati Uniti (0.395), mentre il più basso è proprio quello dell'Italia (1). Sull'intero periodo in esame non sembra quindi sussistere per questi paesi, pur nelle loro differenze, una relazione particolarmente stretta fra gli andamenti dei saldi del settore pubblico e del settore estero.

Le fig.1 (a-f) graficano tali saldi rispetto al tempo. La correlazione positiva appare più evidente per gli Stati Uniti nei periodi 1973-74 e 1981-88; per il Giappone nel periodo 1980-85; per la Germania nel 1972, nel 1974 e nel periodo 1978-88; per la Francia nel 1973 e nel 1980-82; per il Regno Unito nel 1971-74; per l'Italia nel 1976-77 e nel 1982-86.

Poichè i livelli dei saldi non sembrano rivelare una correlazione positiva particolarmente forte, eccezion fatta per gli Stati Uniti e per il Giappone nel periodo più recente, si presentano nella tab. 2 e nelle fig. 2 (a-f) le variazioni nei livelli di tali saldi. I coefficienti di correlazione diventano ora per lo più negativi, in particolar modo per la Francia e l'Italia; solo per la Germania resta una correlazione positiva e abbastanza elevata. In altri termini, non risulta dai dati che un miglioramento del saldo del settore pubblico si accompagni in modo sistematico ad un miglioramento del saldo di conto corrente.

Più in particolare per l'Italia, e sulla base di dati statistici di fonte diversa, presentiamo nuovamente nella tab. 3 i dati dei tre saldi finanziari del settore pubblico, delle famiglie e imprese, e del settore estero (conto corrente della bilancia dei pagamenti), in livello e rapportati al PIL, nonché, nella tab. 4, le variazioni di questi rapporti. Contabilmente tali saldi rispettano l'equazione:

$$(X - M) + (I - S) + (G - T) = 0$$

La fig.3 riporta l'andamento grafico di tali saldi, rapportati al PIL. Da essa, come già osservato nei dati della fig.1, si nota che una corrispondenza abbastanza stretta e positiva tra saldo in conto corrente e saldo del settore pubblico si è avuta per l'Italia solo negli anni 1976 e nel periodo 1982-86.

La fig.4 grafica l'andamento delle variazioni del rapporto di tali saldi rispetto al PIL. Si nota che la corrispondenza positiva diventa più frequente ed estesa: essa si manifesta anche nell'anno 1971, mentre all'anno 1976 si sostituisce il 1977; il periodo di maggiore corrispondenza positiva si estende ora dal 1981 al 1988.

L'evidenza di quest'ultimo periodo è particolarmente interessante perchè suggerisce una conferma a quanto detto sopra relativamente alla necessità che si costituisca un elevato stock di debito pubblico, prima che la corrispondenza fra disavanzo pubblico e disavanzo in conto corrente diventi stretta. Inoltre essa acquista maggior significato alla luce del fatto che il periodo 1981-1988 corrisponde al graduale ma sempre più stringente funzionamento dello SME. Come si è argomentato sopra, proprio il regime di cambio fissi che lo SME ha imposto in modo sempre più credibile alle nostre autorità monetarie, unito negli ultimi anni al graduale smantellamento degli ostacoli ai movimenti di capitale, ha creato le condizioni affinché, a fronte del perdurante bisogno di finanziamento del settore pubblico, le autorità monetarie non possono che assistere ad un suo finanziamento diretto o indiretto tramite afflussi di capitali dall'estero. Infatti i tassi di interesse elevati ma senza rischio di cambio, attirando capitali dall'estero, alimentano il credito e la liquidità interna e mantengono condizioni di cambio reale sopravvalutato per la lira, in entrambi i modi generando disavanzo nel conto corrente.

La questione diventa allora quanto sia sostenibile un conto corrente in disavanzo per periodi così prolungati. Nel caso italiano occorre anzitutto notare come il disavanzo, rapportato al PIL, sia in realtà a livelli non eccessivi. I confronti internazionali sulla base della tab.1 mostrano che, nel periodo in esame, la serie di disavanzi più elevati è stata sopportata dagli Stati Uniti negli ultimi anni. Negli stessi anni il disavanzo italiano non supera un punto percentuale del PIL. Nel 1988, il massimo disavanzo è stato quello del Regno Unito, con 2.9% sul PIL.

Comunque, nuovamente, ciò che conta è soprattutto lo stock di debito che tali disavanzi accumulano; esso, nel caso italiano, è ancora relativamente basso. Se mai, più preoccupante per l'Italia appare, dal 1986, la diminuzione del saldo attivo del settore famiglie e imprese, cui fa fronte il peggioramento

del saldo negativo del conto corrente (chè anzi, in questo periodo, il disavanzo primario del settore pubblico, rapportato al PIL, si riduce). Ciò fa temere che anche l'Italia, dopo essere stata paragonata al Giappone in termini di propensione al risparmio netto delle famiglie e imprese, cominci ad entrare in una nuova fase, in cui la propensione al risparmio vada strutturalmente calando. In tale prospettiva, ad evitare che il disavanzo in conto corrente della bilancia dei pagamenti diventi veramente pericoloso quale vincolo alla crescita, occorre che si manovri la riduzione del debito pubblico rispetto al PIL attraverso un rientro dallo squilibrio della finanza pubblica, che sia adeguato al contemporaneo deteriorarsi della situazione finanziaria del settore «famiglie e imprese».

-
- (1) Per una esposizione di questi concetti si veda il contributo di Vona nel Rapporto ICE dell'anno scorso: S. Vona, «Gli indicatori di competitività di prezzo: problemi di costruzione e di interpretazione», ICE, Rapporto sul commercio estero, 1987, pagg. 47-51
 - (2) Per una analisi recente di questa soluzione e dell'impasse in cui si è venuta a trovare la Banca d'Italia a seguito della liberalizzazione dei movimenti di capitali, si veda F. Giavazzi, «La riforma fiscale sarà l'ago d'Europa», Il Sole-24 Ore, 27 gennaio 1989.
 - (3) Si veda G. Gandolfo, *Economia Internazionale. Tomo secondo. Economia internazionale monetaria*. UTET, 1986. cap. 16. e bibliografia ivi citata.
 - (4) I dati riportati per l'Italia nella tab.1 non sono gli stessi di quelli della tab. 3, la cui fonte non è OCSE, bensì ISTAT rielaborata da Prometeia.

Tab. 1: **SALDI DEL BILANCIO PUBBLICO (T - G) E DELLA BILANCIA IN CONTO CORRENTE (X - M)**
(espressi in proporzione al PIL)

Anno	Stati Uniti		Giappone		Germania	
	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y
1970	-1,0	0,2	1,7	1,0	0,2	0,5
71	-1,8	-0,1	1,1	2,5	-0,2	0,4
72	-0,3	-0,5	-0,1	2,2	-0,5	0,5
73	0,6	0,5	0,5	0,0	1,2	1,5
74	-0,3	0,1	0,4	-1,0	-1,3	2,8
75	4,1	1,1	-2,8	-0,1	-5,6	1,0
76	-2,2	0,2	-3,7	0,7	-3,4	0,8
77	-1,0	-0,7	-3,8	1,6	-2,4	0,8
78	0,0	-0,7	-5,5	1,7	-2,4	1,4
79	0,5	0,0	-4,7	-0,9	-2,6	-0,7
80	-1,3	0,1	-4,4	-1,0	-2,9	-1,7
81	-1,0	0,2	-3,9	0,4	-3,7	0,5
82	-3,5	-0,3	-3,6	0,6	-3,3	0,8
83	-3,8	-1,4	-3,7	1,8	-2,5	0,8
84	-2,8	-2,8	-2,1	2,8	-1,9	1,6
85	-3,3	-2,9	-0,8	3,7	-1,1	2,6
86	-3,4	-3,3	-1,1	4,4	-1,3	4,4
87	-2,3	-3,4	-0,3	3,6	-1,7	4,0
88	-1,7	-2,7	-0,2	2,8	-2,0	3,7

Anno	Francia		Regno Unito		Italia	
	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y
1970	0,5	0,0	2,9	1,5	-3,7	0,7
71	0,8	0,3	1,3	1,9	-5,5	1,2
72	0,8	0,1	-1,3	0,3	-7,9	1,3
73	0,8	0,6	-2,7	-1,4	-7,4	-1,4
74	0,1	-1,4	-3,8	-4,0	-7,5	-4,1
75	-2,2	0,8	-4,5	-1,5	-12,4	-0,3
76	-0,6	-1,0	-4,9	-0,7	-9,5	-1,3
77	-0,8	-0,1	-3,2	-0,1	-8,4	1,0
78	-2,1	1,4	-4,4	0,6	-10,3	2,1
79	-0,8	0,9	-3,2	-0,3	-10,1	1,5
80	0,0	-0,6	-3,4	1,3	-8,5	-2,2
81	-1,9	-0,8	-2,6	2,7	-11,5	-2,2
82	-2,8	-2,2	-2,4	1,6	-11,3	-1,5
83	-3,1	-0,9	-3,4	1,2	-10,7	0,4
84	-2,8	-0,2	-3,9	0,6	-11,5	-0,6
85	-2,8	-0,1	-2,7	0,9	-12,5	-0,9
86	-2,9	0,4	-2,4	0,0	-11,4	0,4
87	-2,6	0,6	-1,4	-0,6	-10,5	-0,1
88	-1,6	-0,6	0,3	-2,9	-10,0	-0,5

Fonte: OECD Economic Outlook, dicembre 1988.

Tab. 2: **VARIAZIONI DEI SALDI DEL BILANCIO PUBBLICO E DELLA BILANCIA IN CONTO CORRENTE**

Anno	Stati Uniti		Giappone		Germania	
	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y
1970						
71	-0.8	0.3	-0.6	1.5	-0.4	-0.1
72	1.5	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3	0.1
73	0.9	1.0	0.6	-2.2	1.7	1.0
74	0.9	-0.4	-0.1	-1.0	-2.5	1.3
75	-3.8	1.0	-3.2	0.9	-4.3	-1.8
76	1.9	-0.9	-0.9	0.8	2.2	-0.2
77	1.2	-0.9	-0.1	0.9	1.0	0.0
78	1.0	0.0	-1.7	0.1	0.0	0.6
79	0.5	0.7	0.8	-2.6	-0.2	-2.1
80	-1.8	0.1	0.3	-0.1	-0.3	-1.0
81	0.3	0.1	0.5	1.4	-0.8	1.2
82	-2.5	-0.5	0.3	0.2	0.4	1.3
83	-0.3	-1.1	-0.1	1.2	0.8	0.0
84	1.0	-1.4	1.6	1.0	0.6	0.8
85	-0.5	-0.1	1.3	0.9	0.8	1.0
86	-0.1	-0.4	-0.3	0.7	-0.2	1.8
87	1.1	-0.1	0.8	-0.8	-0.4	-0.4
88	0.6	0.7	0.1	-0.8	-0.3	-0.3
Anno	Francia		Regno Unito		Italia	
	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y	(T-G)/y	(X-M)/y
1970						
71	0.3	0.3	-1.6	0.4	-1.8	0.5
72	0.0	-0.2	-2.6	-1.6	-2.4	0.1
73	0.0	0.5	-1.4	-1.7	0.5	-2.7
74	-0.7	-2.0	-1.1	-2.6	-0.1	-2.7
75	-2.3	2.2	-0.7	2.5	-4.9	3.8
76	1.6	-1.8	-0.4	0.8	2.9	-1.0
77	-0.2	0.9	1.7	0.6	1.1	2.3
78	-1.3	1.5	-1.2	0.7	-1.9	1.1
79	1.3	-0.5	1.2	-0.9	0.2	-0.6
80	0.8	-1.5	-0.2	1.6	1.6	-3.7
81	-1.9	-0.2	0.8	1.4	-3.0	0.0
82	-0.9	-1.4	0.2	-1.1	0.2	0.7
83	0.3	1.3	-1.0	-0.4	0.6	1.9
84	0.3	0.7	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0
85	0.0	0.1	1.2	0.3	-1.0	-0.3
86	-0.1	0.5	0.3	-0.9	1.1	1.3
87	0.3	-1.0	1.0	-0.6	0.9	-0.5
88	1.0	0.0	1.7	-2.3	0.5	-0.4

Fonte: OECD Economic Outlook, dicembre 1988.

Tab. 3: **ITALIA: SALDI DI CONTO CORRENTE (X-M) DI FAMIGLIE E IMPRESE (S-I) E DEL GOVERNO (T-G)**
(in proporzione al PIL)

ANNO	PIL	(X-M)/y	(S-I)/y	(T-G)/y
1970	62882	1.124328	4.646799	- 3.52247
71	68509	1.735538	6.886686	- 5.15115
72	75123	1.556115	9.015881	- 7.45977
73	89746	- 1.75834	5.240345	- 6.99418
74	110719	- 4.70741	2.313063	- 7.02048
75	125378	- 0.30069	11.35526	- 11.656
76	156657	- 1.49562	7.474291	- 8.96992
77	190082	1.144243	9.070822	- 7.92658
78	222253	2.367122	12.08353	- 9.7164
79	270197	1.685067	11.18332	- 9.49825
80	338742	- 2.44759	5.559393	- 8.00698
81	401578	- 2.29719	9.527912	- 11.8251
82	470482	- 1.57541	10.96918	- 12.5446
83	539843	0.218767	11.87901	- 11.6602
84	615117	- 0.82651	12.09526	- 12.9218
85	684841	- 1.13924	12.79815	- 13.9374
86	765864	0.497216	13.06472	- 12.5675
87	837088	- 0.2351	11.81226	- 12.0474
88	921838	- 0.6858	10.77228	- 11.4581

Fonte: dati Istat elaborata Prometeia

Tab. 4: **VARIAZIONI DEI SALDI DI CONTO CORRENTE (X-M), DI FAMIGLIE E IMPRESE (S-I) E DEL GOVERNO (T-G)**
(in proporzione al PIL)

Anno	(X-M)/y	(S-I)/y	(T-G)/y
1970			
71	0.61121	2.239888	- 1.62868
72	- 0.17942	2.129194	- 2.30862
73	- 3.30995	- 3.77554	0.465582
74	- 2.95357	- 2.92728	- 0.02629
75	4.406722	9.042199	- 4.63548
76	- 1.19493	- 3.88097	2.686037
77	2.639867	1.596531	1.043336
78	1.222879	3.012704	- 1.78983
79	- 0.68206	- 0.9002	0.218149
80	- 4.13265	- 5.62393	1.491276
81	0.150398	3.968519	- 3.81812
82	0.721782	1.441264	- 0.71948
83	1.794173	0.909833	0.88434
84	- 1.04528	0.216251	- 1.26153
85	- 0.31273	0.702893	- 1.01563
86	1.636459	0.266569	1.36989
87	- 0.73232	- 1.25246	0.520146
88	- 0.4507	- 1.03998	0.589272

Fonte: dati ISTAT elaborati da Prometeia.

Fig. 1a - Saldi di bilancio pubblico $(T-G) / y$ e della bilancia in conto corrente $(X-M) / y$ per gli Stati Uniti

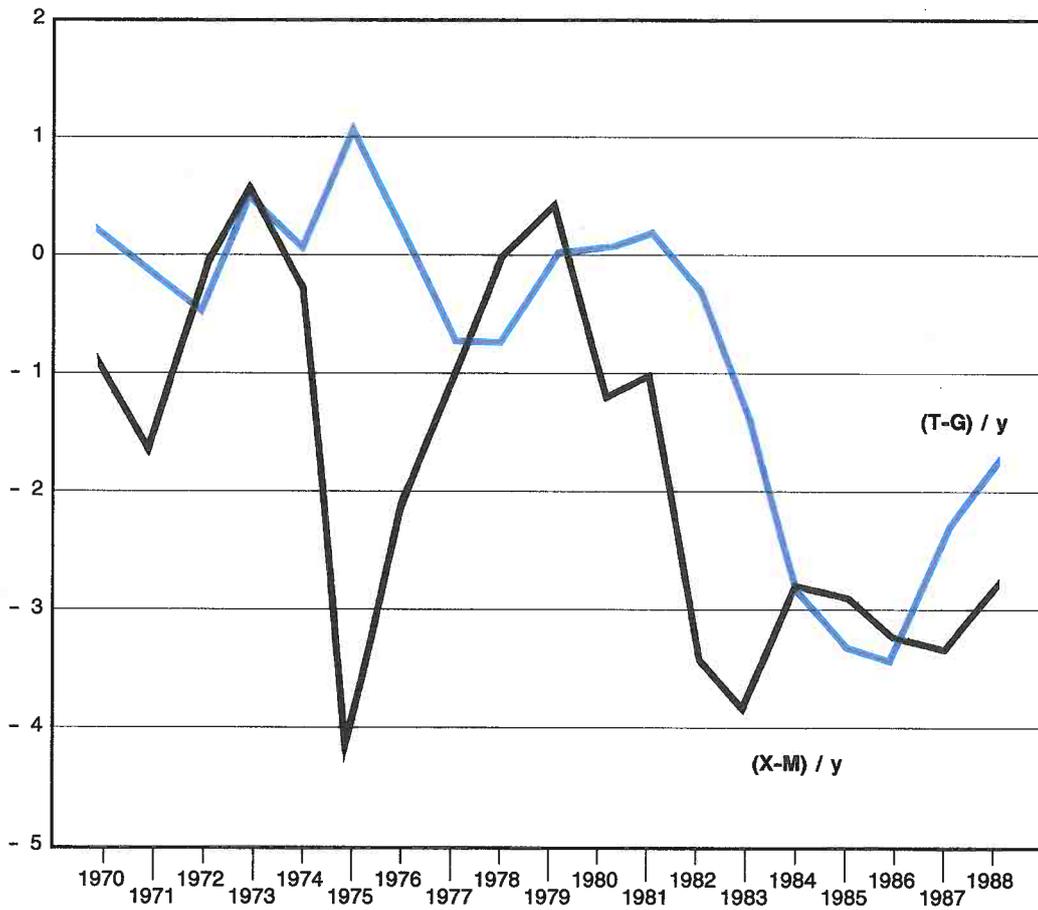


Fig. 1b - Saldi di bilancio pubblico $(T-G) / y$ e della bilancia in conto corrente $(X-M) / y$ per il Giappone

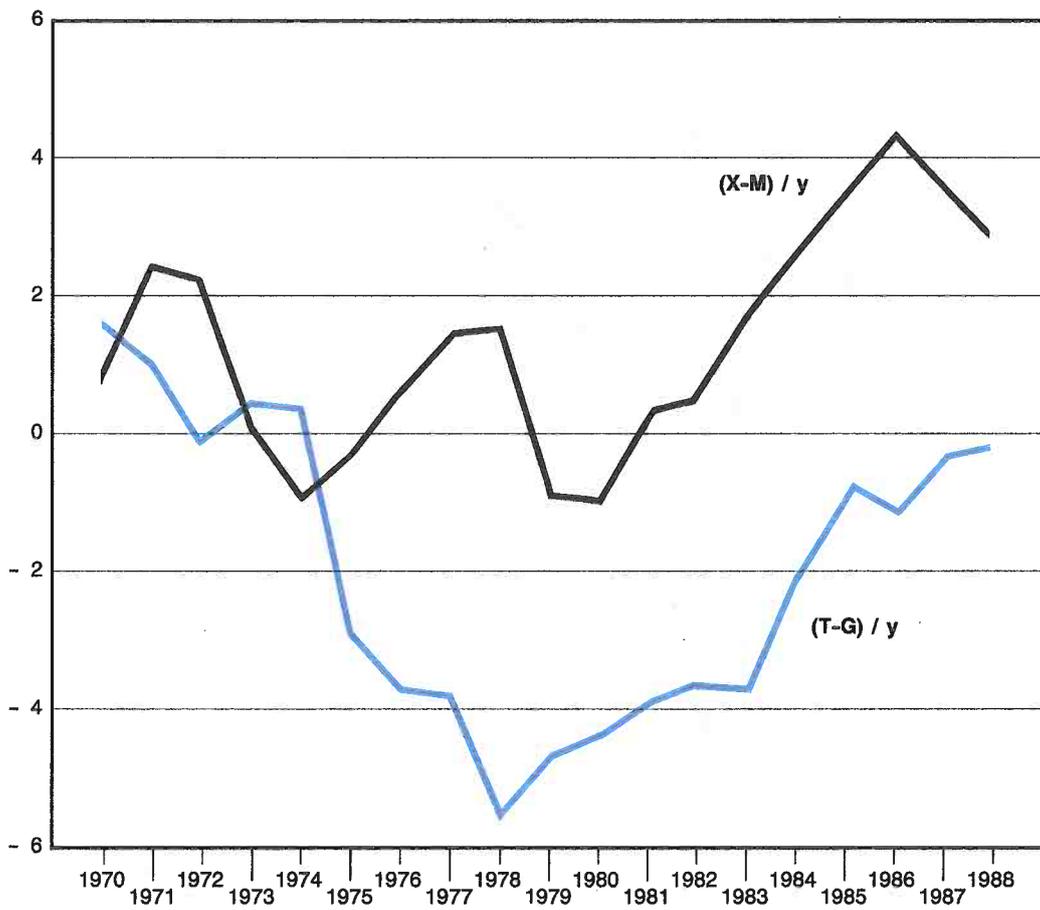


Fig. 1c - Saldi di bilancio pubblico $(T-G) / y$ e della bilancia in conto corrente $(X-M) / y$ per la Germania

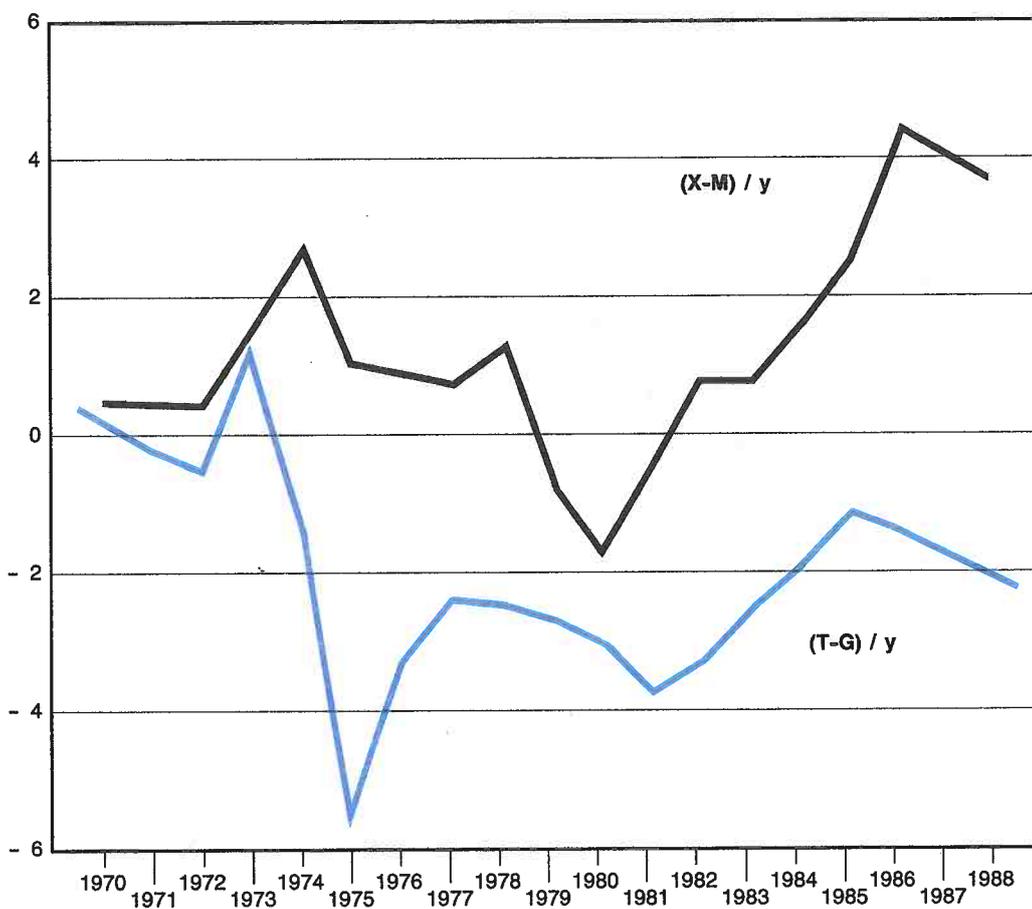


Fig. 1d - Saldi di bilancio pubblico (T-G) / y e della bilancia in conto corrente (X-M) / y per la Francia

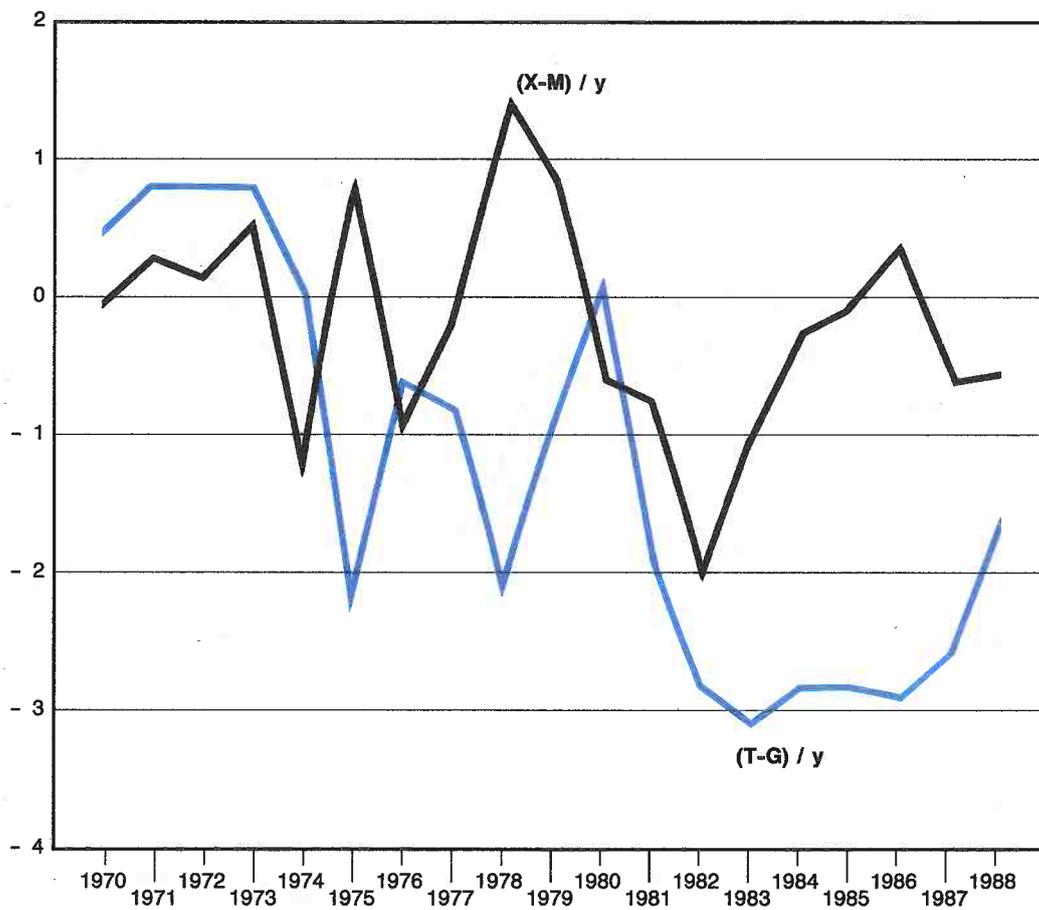


Fig. 1e - Saldi di bilancio pubblico $(T-G) / y$ e della bilancia in conto corrente $(X-M) / y$ per il Regno Unito

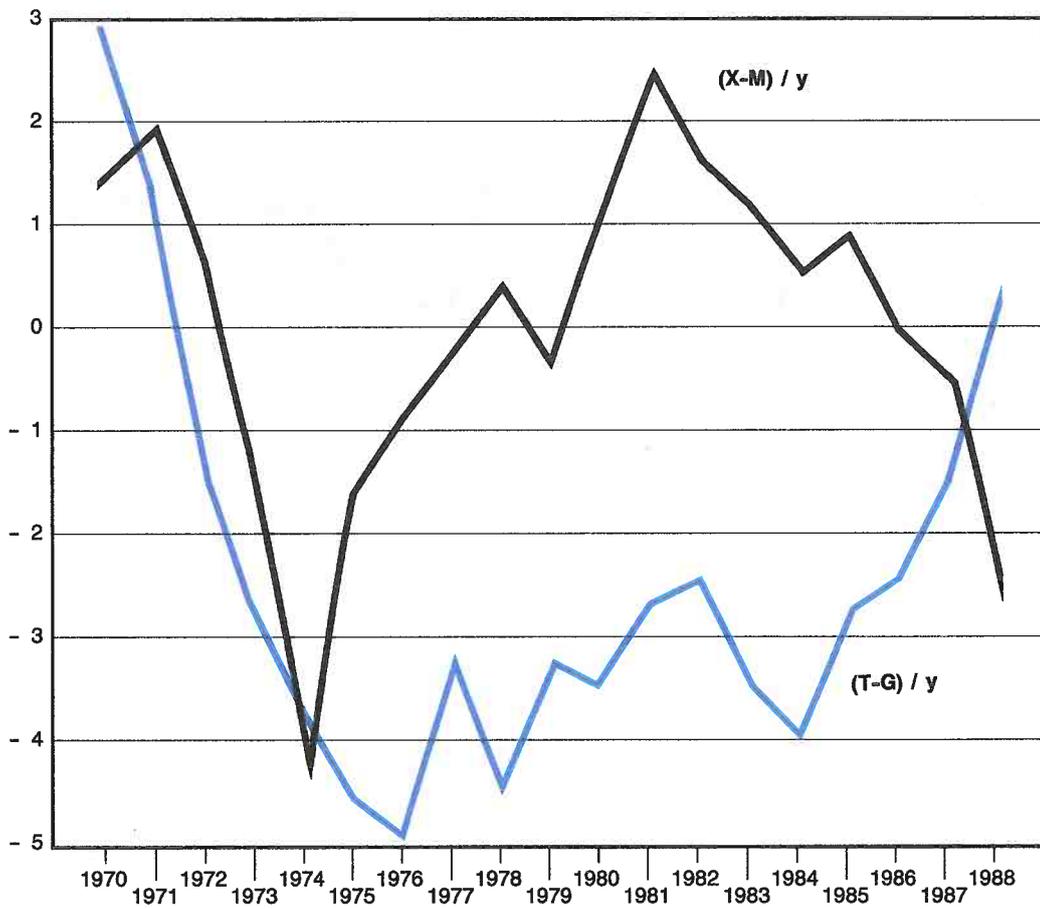


Fig. 1f - Saldi di bilancio pubblico $(T-G) / y$ e della bilancia in conto corrente $(X-M) / y$ per l'Italia



Fig. 2a - Variazioni dei saldi di bilancio pubblico $(T-G) / y$ e della bilancia in conto corrente $(X-M) / y$ per gli Stati Uniti

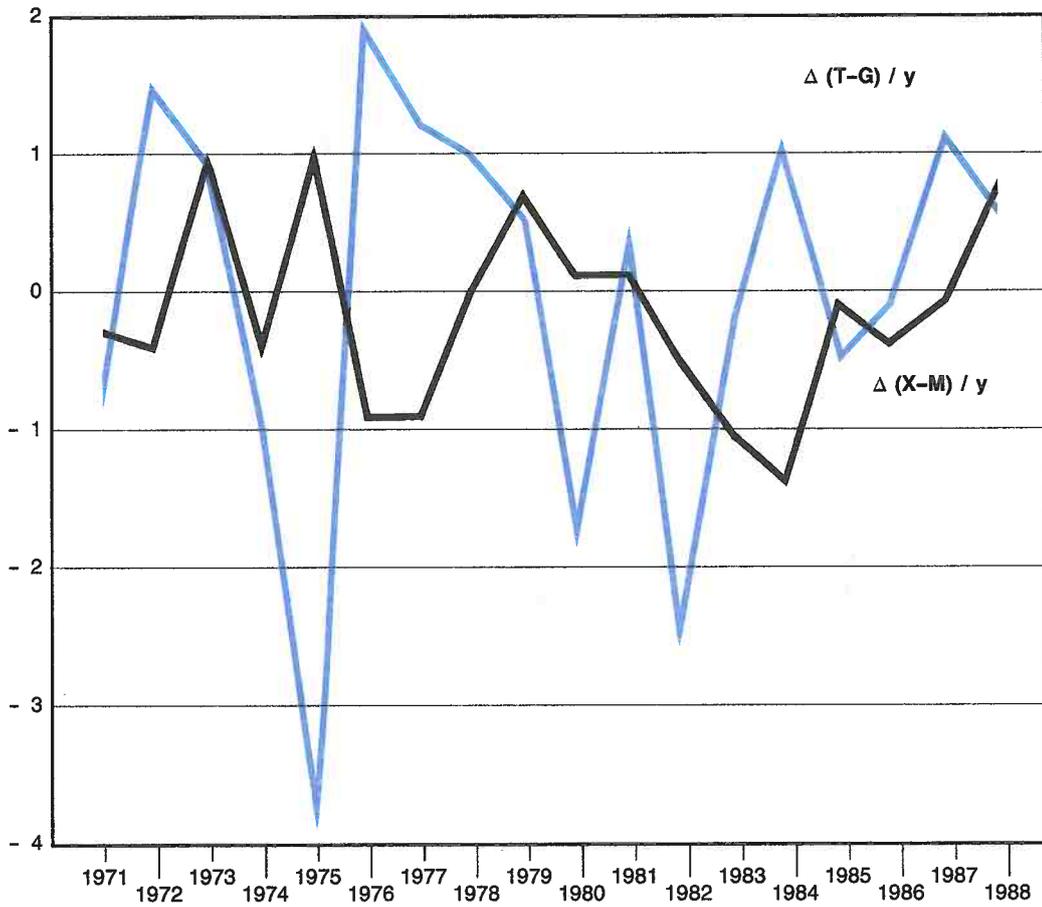


Fig. 2b - Variazioni dei saldi di bilancio pubblico (T-G) / y e della bilancia in conto corrente (X-M) / y per il Giappone

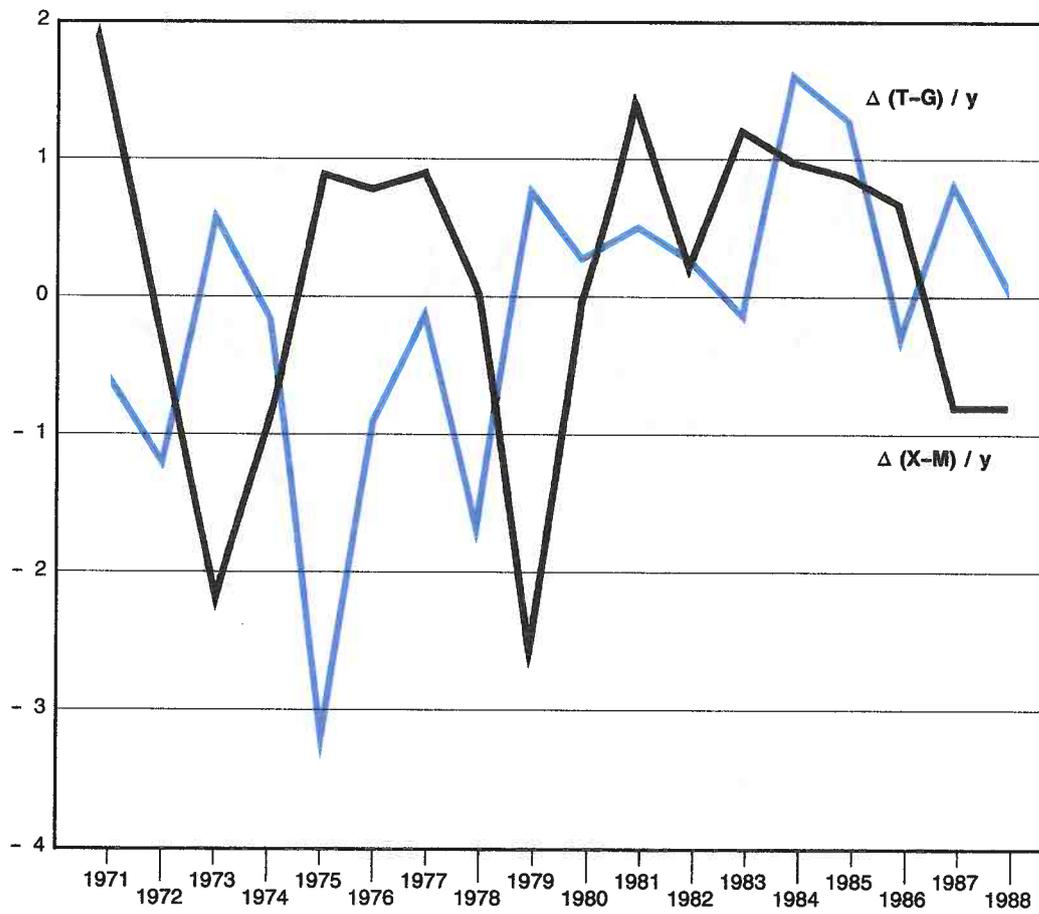


Fig. 2c - Variazioni dei saldi di bilancio pubblico (T-G) / y e della bilancia in conto corrente (X-M) / y per la Germania

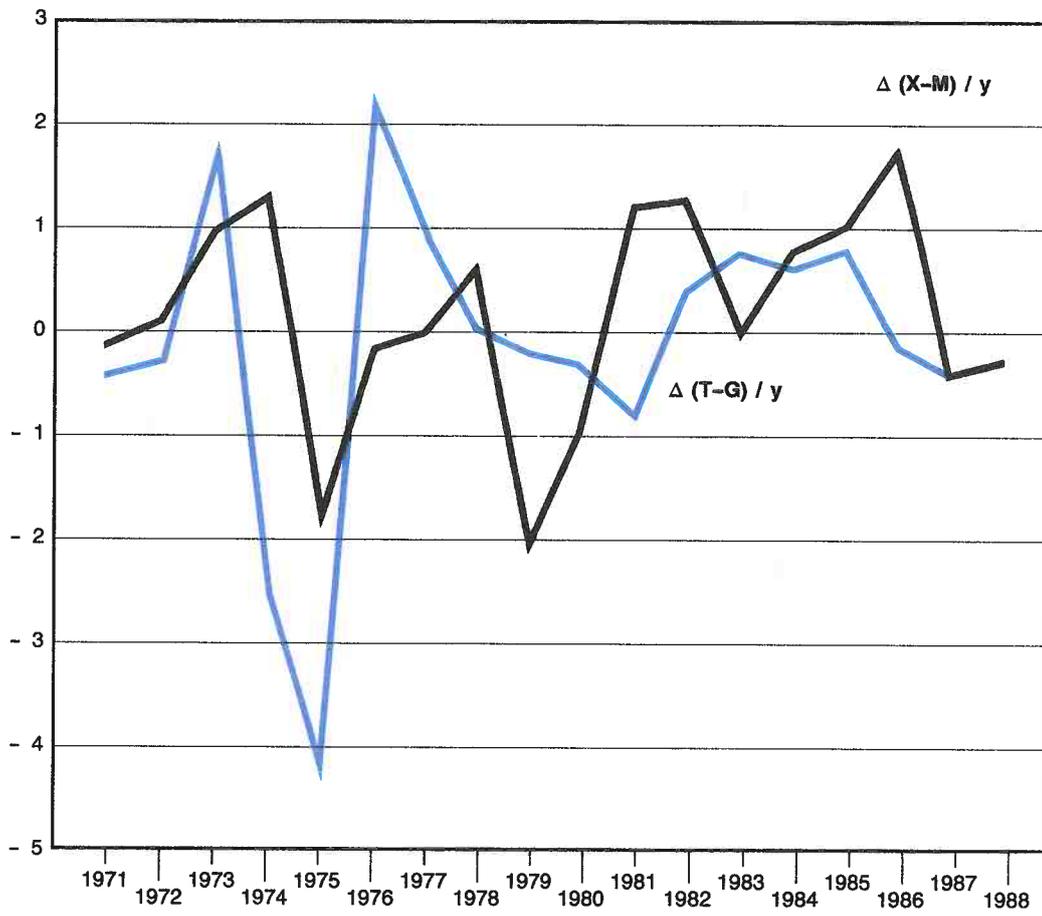


Fig. 2d - Variazioni dei saldi di bilancio pubblico $(T-G) / y$ e della bilancia in conto corrente $(X-M) / y$ per la Francia

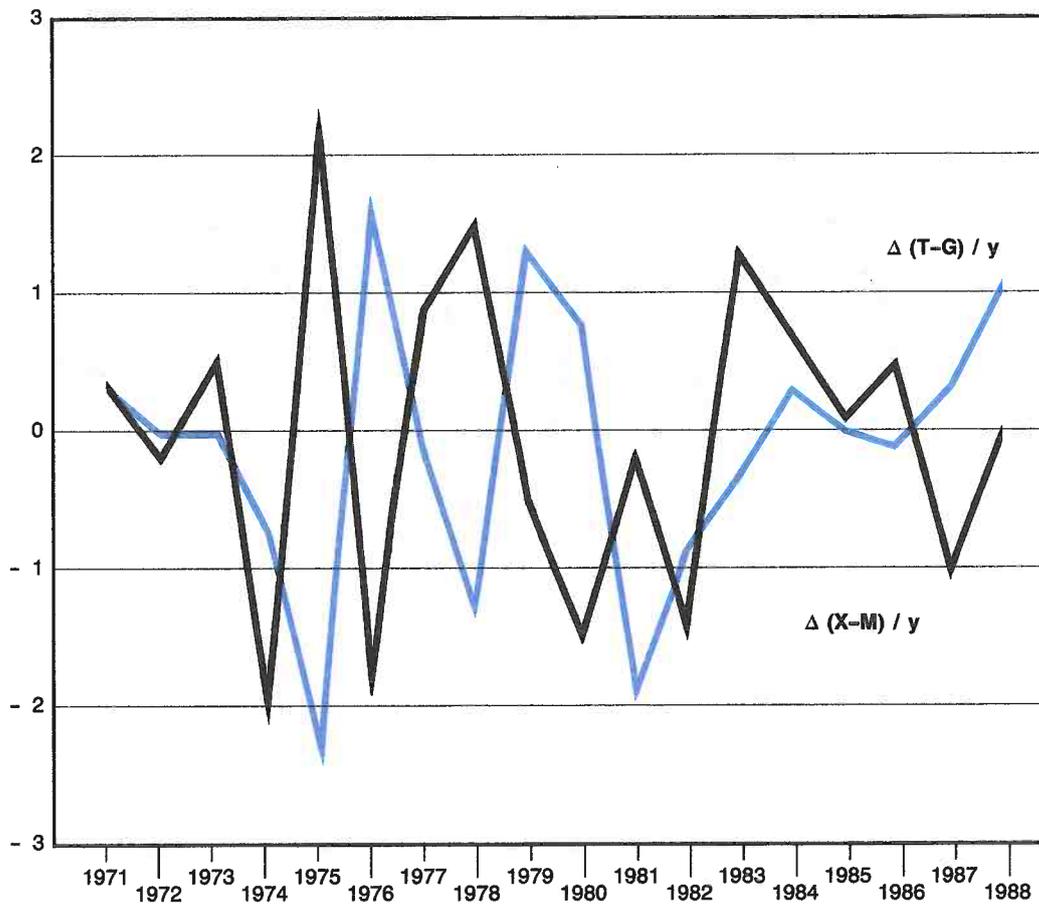


Fig. 2e - Variazioni dei saldi di bilancio pubblico (T-G) / y e della bilancia in conto corrente (X-M) / y per il Regno Unito

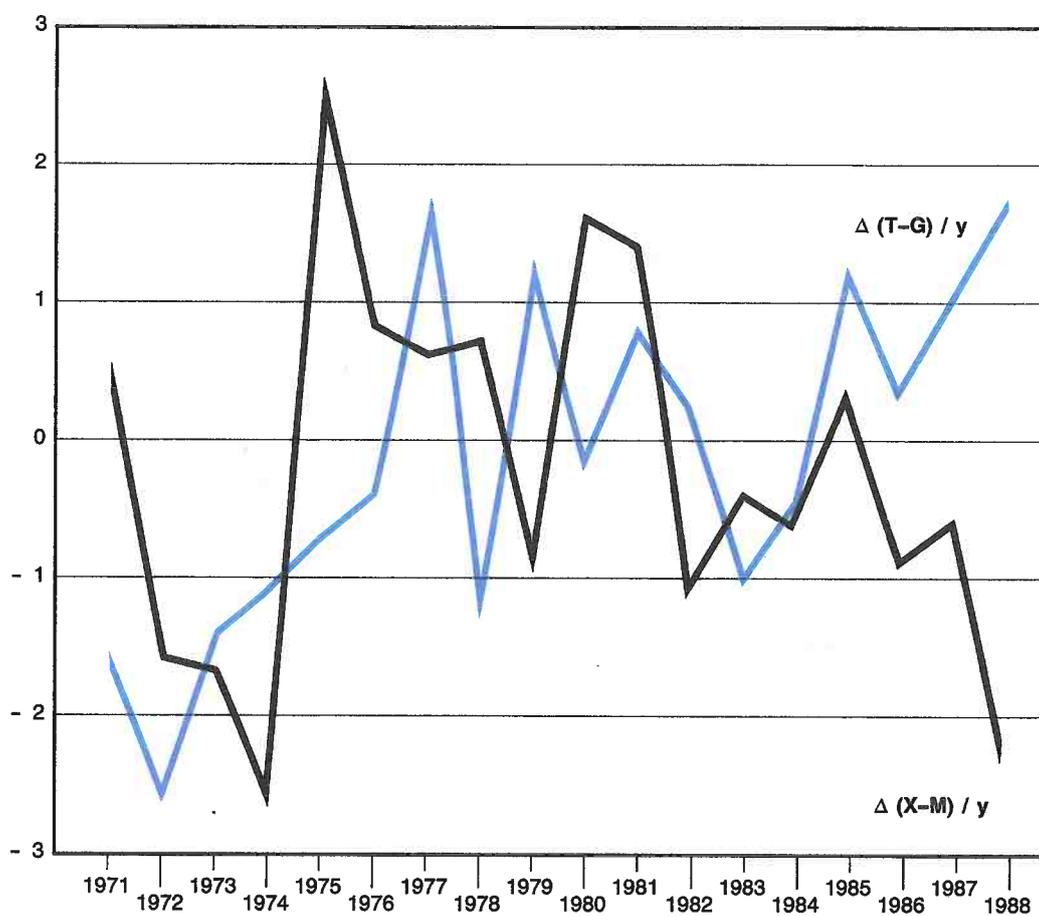


Fig. 2f - Variazioni dei saldi di bilancio pubblico (T-G) / y e della bilancia in conto corrente (X-M) / y per l'Italia

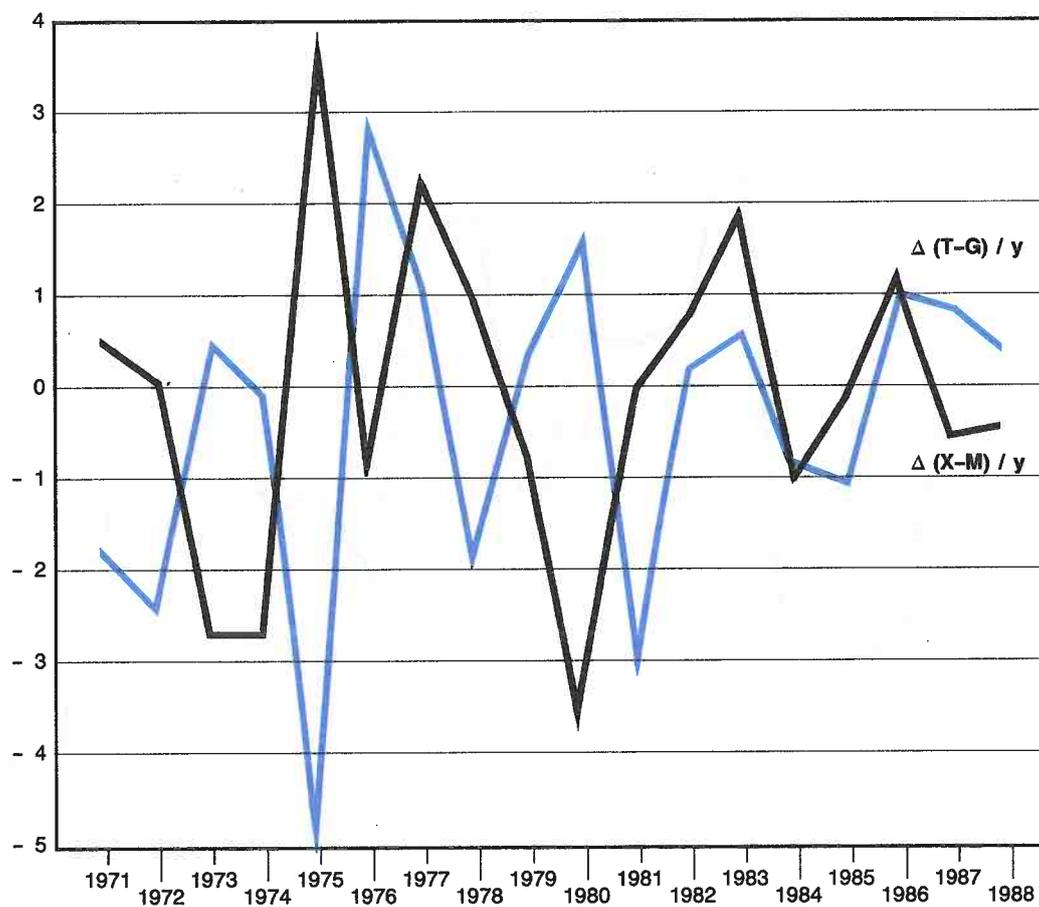


Fig. 3 - Italia: saldi di famiglie e imprese (S-I) di conto corrente (X-M) e del Governo (T-G), in proporzione al PIL

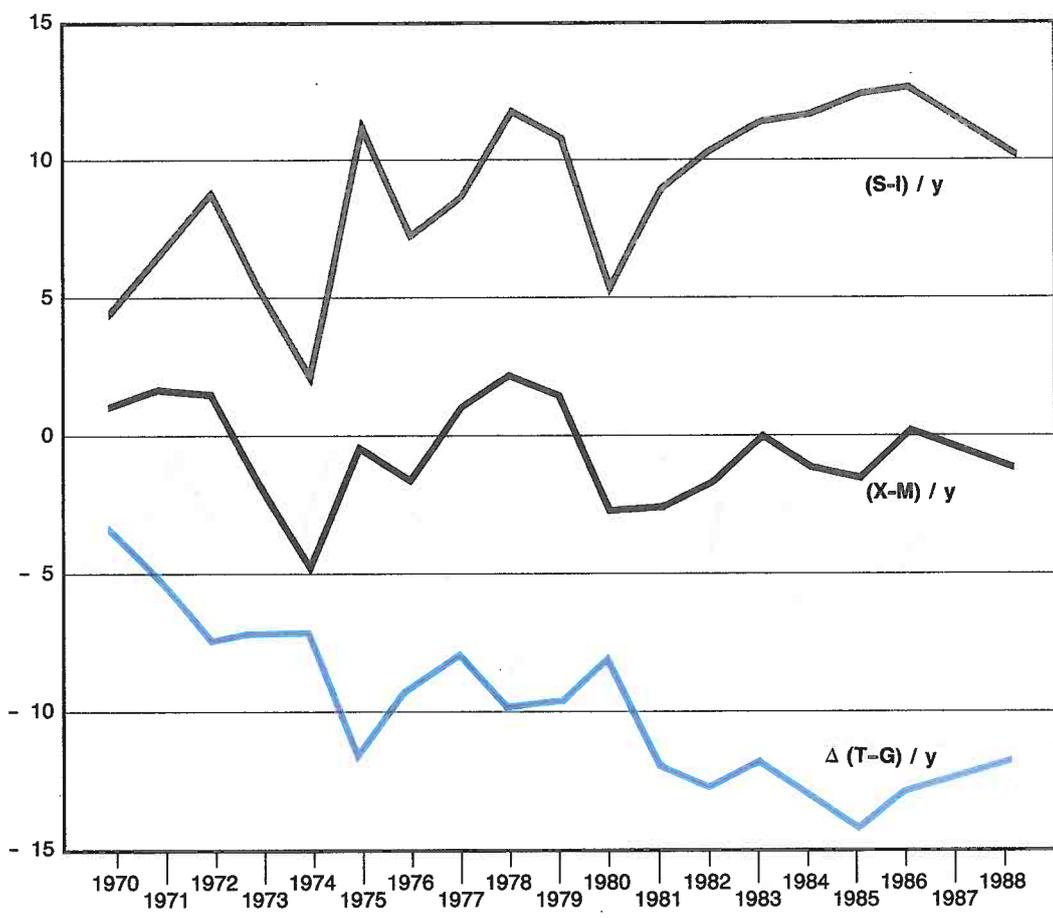


Fig. 4 - Italia: Variazioni dei saldi di famiglie e imprese (S-I) di conto corrente (X-M) e del Governo (T-G), in proporzione al PIL

