

IAI8527

Giacomo Luciani

L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

La prima difficoltà che si incontra nella discussione delle politiche di aggiustamento della bilancia dei pagamenti è nella definizione stessa dello squilibrio. La somma di tutte le voci della bilancia è per definizione pari a zero: l'esatto significato di un surplus o di un deficit dipende da quali movimenti si considerano autonomi, e quali invece meramente compensativi dei primi. Mentre ci sono alcune voci, come gli scambi di merci, che sono da considerarsi chiaramente autonome, ed altre, come le variazioni nelle riserve valutarie, che sono altrettanto chiaramente da considerarsi compensative, vi è una fascia di movimenti valutari, e cioè in particolare i movimenti di capitali tanto a breve che a lunga, che possono, a seconda delle circostanze, essere interpretati nell'uno o nell'altro senso. Poiché proprio i movimenti di capitale vanno assumendo una importanza ogni giorno crescente nelle relazioni economiche internazionali, ciò conduce a situazioni paradossali, in cui non è chiara l'entità dello squilibrio che si dovrebbe aggiustare, e talvolta nemmeno il suo segno.

D'altra parte, nemmeno è tanto chiaro cosa si debba intendere per equilibrio della bilancia dei pagamenti. Infatti da un lato ci sono varie interpretazioni circa quali voci si debbano includere nel calcolo dell'equilibrio, in altre parole su dove si debba "tracciare la linea"; dall'altro, vi sono varie circostanze transitorie o ritenute anormali che possono forzare o fare apparire uno squilibrio, mentre al tempo stesso la bilancia rimane in condizioni di "equilibrio fondamentale". Quest'ultimo, mai definito, svolgeva un ruolo centrale nel regime di Bretton Woods, e la mancanza di chiarezza di tale concetto è una delle debolezze che ha portato alla fine di quel regime.

Per comprendere la difficoltà di superare questo ostacolo, basti citare la definizione di equilibrio proposta da Killick: "Esiste un equilibrio nella bilancia dei pagamenti quando, in un anno normale, la bilancia di base (o quella bilancia che è ritenuta più appropriata per il paese in questione) è prossima allo zero in condizioni in cui: non vi sono gravi e indesiderate restrizioni nel commercio e negli scambi; l'indebitamento esterno ed il servizio del debito non sono ritenuti eccessivi; le riserve di valuta estera sono ritenute adeguate; e l'equilibrio non dipende dalla continuazione di politiche interne più deflazionistiche di quelle che per altri motivi si vorrebbero." (Killick, 1981, p.16). Il punto è che è sempre possibile imporre un equilibrio adottando restrizioni amministrative agli scambi, o facendo della bilancia dei pagamenti l'unica preoccupazione della politica economica, o ricorrendo al debito, ecc. In tali casi all'equilibrio contabile non corrisponderà un equilibrio sostanziale.

Parte prima: L'aggiustamento della bilancia commerciale e delle partite invisibili non finanziarie.

In realtà, nella maggior parte della letteratura sull'argomento - come pure nell'uso corrente - quando si parla di squilibrio della bilancia dei pagamenti ci si intende riferire soltanto alla bilancia delle partite correnti, escludendo i movimenti di capitale. Questi ultimi sono ipotizzati di modesta entità, e quindi trascurabili; o sono più o meno illegali, e si manifestano quindi enigmaticamente nella voce "errori ed omissioni"; o sono ritenuti dipendenti da determinanti di lungo periodo, e quindi assimilabili ad una costante nel breve.

Inoltre, la letteratura tende ulteriormente a semplificare e ad assumere che la bilancia delle partite correnti sia determinata principalmente da pagamenti per movimenti di merci e di servizi non finanziari (noli ed assicurazioni, turismo); trascura invece sia i servizi finanziari sia i trasferimenti unilaterali, quali le rimesse degli emigranti. Per lo più i meccanismi di aggiustamento normalmente considerati non si applicano affatto a questi ultimi movimenti, o almeno vi si applicano con un margine di incertezza assai elevato.

Con queste importanti limitazioni, i manuali di politica economica individuano due principali meccanismi di aggiustamento della bilancia: l'uno fondato sulla variazione delle ragioni di scambio, l'altro fondato sulla variazione del tasso relativo di crescita del reddito. Ciascuno di questi due meccanismi di aggiustamento ha conosciuto varie elaborazioni e riproposizioni, fra loro diverse per particolari anche importanti: nondimeno, possiamo ignorare queste variazioni e parlare di due meccanismi principali.

a) Aggiustamento fondato sulla variazione delle ragioni di scambio. La variazione nelle ragioni di scambio provoca un aumento o una riduzione della competitività del paese considerato rispetto al resto del mondo, e per questa via ci si attende da essa un effetto sullo squilibrio della bilancia dei pagamenti. La variazione nelle ragioni di scambio può essere legata a diversi andamenti dell'inflazione, o a una variazione del tasso di cambio, o ad una qualche combinazione di questi due fattori (salvo il caso in cui la variazione del tasso di cambio compensa esattamente il differenziale di inflazione, e le ragioni di scambio non mutano).

Una versione classica (Hume) ipotizza che la quantità di moneta in circolazione non sia discrezionalmente decisa dalle autorità di governo (come accade per il caso che egli aveva in mente, quello della moneta aurea), e individua il seguente meccanismo di aggiustamento automatico: un deficit nella bilancia dei pagamenti porta ad un deflusso di liquidità (oro), e questo ad una riduzione del livello dei prezzi che finirà col portare ad un riassorbimento del deficit di partenza.

Questa visione è stata in un certo modo ripresa dai moderni monetaristi, i quali ritengono che un deficit nella bilancia dei pagamenti sia sintomo di eccessiva liquidità, e dunque che ad esso si debba reagire restringendo l'offerta di moneta. Su questa tesi, che l'eccesso di liquidità sia la principale se non l'unica causa di un passivo nella bilancia dei pagamenti, si nutrono dubbi e avanzano obiezioni da parte degli economisti di diversa scuola. Invero, nelle condizioni contemporanee, i differenziali di inflazione sono la norma, e alla efficacia di un meccanismo di aggiustamento automatico delle bilancie dei pagamenti che passi attraverso le variazioni nella quantità di moneta in circolazione nessuno crede più. Nondimeno, non bisogna perdere di vista l'affermazione secondo la quale il deficit della bilancia dei pagamenti riflette una eccessiva creazione di liquidità: se da un lato non se ne può trarre la conclusione che la manovra monetaria è lo strumento primo del riequi-

librio, dall'altro è inutile nascondersi che il riequilibrio è a dir poco molto difficile se il governo continua a pompare liquidità non richiesta nel sistema economico.

Teoricamente, pur in presenza di una eccessiva creazione di liquidità la bilancia dei pagamenti può essere riequilibrata se il tasso di cambio viene fatto variare in modo tale da compensare il differenziale di inflazione. Peraltro, se si continua ad intervenire per difendere una parità desiderata mentre l'inflazione relativa viene finanziata attraverso la creazione di moneta, lo squilibrio nella bilancia dei pagamenti persisterà: il paese vedrà defluire verso l'estero tutte le sue riserve valutarie, dopodichè è gioco forza che i suoi pagamenti non superino i suoi incassi. In tali condizioni, la domanda di valuta (per importazioni) continua ad essere superiore alla sua offerta (espressa dagli esportatori), e si avrà in definitiva una variazione del prezzo della valuta, cioè del tasso di cambio. Per quanto i governi tentino di impedire che ciò accada - attraverso varie forme di regolamentazione amministrativa, assegnazione di valuta ecc. - l'esperienza dimostra che se il tasso di cambio ufficiale non è realistico si sviluppa inevitabilmente un mercato nero.

Il governo può decidere di non intervenire sul mercato, e quindi di abbandonare il tasso di cambio alla libera fluttuazione, ancora prima di aver esaurito le sue riserve. Il problema dell'aggiustamento si pone soltanto se il governo non vuole lasciare il tasso di cambio alla libera fluttuazione, e si trova a dover intervenire sul mercato per mantenerlo entro i margini desiderati. Se un governo potesse essere veramente indifferente all'andamento del suo tasso di cambio, lo squilibrio della bilancia dei pagamenti scomparirebbe necessariamente (magari, in casi estremi, col collasso dei rapporti economici con l'estero...). Ma il fatto è che i governi possono ricorrere alla libera fluttuazione solo se questa non porta a movimenti troppo bruschi e imprevedibili.

Quale che sia il meccanismo che provoca una variazione delle ragioni di scambio, l'effetto di questa variazione sulla bilancia dei pagamenti dipende dalla elasticità delle importazioni e delle esportazioni rispetto al prezzo. Se i flussi di merci non sono elastici rispetto al prezzo, variazioni nelle ragioni di scambio possono avere conseguenze opposte a quelle normalmente attese, e portare a squilibri crescenti nella bilancia dei pagamenti. Ciò vale anche nel caso che le ragioni di scambio varino a causa di improvvisi salti nei prezzi relativi, come è avvenuto per il petrolio, e in generale per molte materie prime di origine mineraria. Senza dimenticare ciò, la maggiore o minore rigidità influisce principalmente sulle conseguenze attese di una variazione del tasso di cambio.

Se i flussi della bilancia dei pagamenti sono rigidi rispetto al prezzo, allora le variazioni nel tasso di cambio fanno sentire i loro effetti soprattutto sul livello dei prezzi all'interno di ciascun paese, creando delle spirali di inflazione-svalutazione in certi paesi, e stabilità-rivalutazione in altri (e i due fenomeni si implicano reciprocamente).

La maggiore o minore elasticità delle singole poste rispetto al prezzo dipende da numerose circostanze ed è in generale difficile argomentare conclusivamente nell'un senso o nell'altro. Si è spesso tentati di sostenere che i flussi commerciali e gli altri movimenti correnti sono poco elastici rispetto al prezzo. Ciò dipende nella maggior parte dei casi dal fatto che il commercio internazionale avviene prevalentemente in regime di oligopolio, o è internalizzato da imprese multinazionali; l'avvio di flussi commerciali può richiedere pesanti investimenti iniziali che limitano fortemente l'entrata di nuovi concorrenti; e infine, nel caso di materie prime in particolare di origine non

agricola, le possibilità di sostituire le importazioni con la produzione nazionale può non esistere affatto. Queste argomentazioni sembrano valide soprattutto nel breve periodo; ne consegue che vi è poco dubbio che un riequilibrio della bilancia dei pagamenti fondato principalmente sulla variazione del tasso di cambio comporterà dei costi rilevanti in termini di stabilità dei prezzi interni. Al tempo stesso l'esperienza, anche recente, sembra dimostrare che nel medio periodo l'elasticità rispetto al prezzo si rivela spesso superiore a quella prevista anche dai più ottimisti. Il caso della domanda di petrolio da parte dei paesi industriali è da questo punto di vista assai istruttivo: essa si è confermata, come ci si attendeva, rigida rispetto al prezzo nel breve periodo; ma nel medio ha reagito più vivacemente di quanto non fosse previsto.

La rigidità delle partite correnti rispetto a variazioni di prezzo deve quindi essere ricordata per sottolineare che la manovra del tasso di cambio ha dei limiti e dei costi; ma non se ne può trarre la conclusione che essa è irrilevante. A causa della rigidità, vi possono essere delle circostanze transitorie in cui può convenire di utilizzare il tasso di cambio più in funzione di stabilizzazione interna che in funzione di riequilibrio della bilancia dei pagamenti; ma in definitiva non si può combattere l'inflazione tenendo artificialmente sopravvalutato il tasso di cambio. L'esperienza sembra dimostrare che la definizione di una corretta politica in proposito è più che altro questione di misura e sensibilità: l'esperimento dottrinario ed estremistico di Martínez de Hoz in Argentina si è concluso con un clamoroso fallimento, ma più recentemente le autorità monetarie italiane hanno sistematicamente e felicemente usato il tasso di cambio in funzione antinflazionistica, facendolo variare men che proporzionalmente al differenziale di inflazione.

La "paura della svalutazione" che hanno sovente manifestato i governi rimane in ogni caso un paradosso sul quale conviene soffermarsi un istante. I padri del defunto sistema monetario internazionale di Bretton Woods si preoccupavano che, al contrario, i governi ricorressero troppo facilmente a "svalutazioni competitive". Una quotazione aggressivamente bassa della moneta nazionale ha ovvii vantaggi, in quanto protegge il mercato interno dalla concorrenza estera, e facilita la conquista dei mercati esteri. Per questa via, stimola l'attività produttiva e la crescita. E' dunque molto strano che i governi, specialmente quelli maggiormente impegnati sul cammino della rapida industrializzazione, siano invece tanto inclini a mantenere il tasso di cambio a livelli irrealisticamente alti. Si tratta di un fenomeno che si spiega soltanto con l'incapacità di gestire correttamente la finanza pubblica, e quindi di combattere l'inflazione con mezzi appropriati.

b) Aggiustamento fondato sulla manovra della domanda aggregata. Il secondo principale meccanismo per il riequilibrio della bilancia dei pagamenti è fondato su variazioni della crescita relativa del reddito, anziché su variazioni relative dei prezzi. Poiché la domanda di merci e servizi importati è una funzione dell'andamento della domanda aggregata interna, mentre la domanda di merci e servizi esportati è una funzione dell'andamento della domanda aggregata all'estero, un rallentamento relativo della crescita della domanda aggregata interna rispetto a quella estera provoca una crescita delle importazioni inferiore a quelle delle esportazioni, e viceversa. E' possibile dimostrare, sotto determinate ipotesi, che uno squilibrio nella bilancia dei pagamenti ha conseguenze sull'andamento relativo della domanda aggregata tali che lo squilibrio di partenza tende ad essere riassorbito: tuttavia a noi non interessa tanto questo aspetto di stabilità o instabilità del modello, quanto l'efficacia della manovra proposta sul piano della politica economica al fine di ottenere una bilancia dei pagamenti in equilibrio.

In primo luogo, è necessario chiarire che non si può accettare la versione semplicistica di questa argomentazione, secondo la quale un paese in deficit "vive al di sopra dei propri mezzi". E' per definizione vero che un paese la cui bilancia delle partite correnti è in passivo ha una domanda aggregata superiore al suo reddito (cioè al valore aggregato della produzione interna), ma non è affatto detto che una riduzione della domanda aggregata porti come prima conseguenza ad una scomparsa del passivo della bilancia: potrebbe, al contrario, portare ad una riduzione della produzione interna e ad una persistenza del passivo della bilancia.

Come per le ragioni di scambio, il risultato dipenderà dalla elasticità della domanda di importazioni e della offerta di esportazioni rispetto al reddito. Questa elasticità può essere particolarmente elevata in certe circostanze: ad esempio in una fase di rapida crescita le imprese possono essere indotte a trascurare i mercati di esportazione per concentrarsi sul mercato interno, perchè si trovano al limite della disponibilità di capacità produttiva. In tali circostanze, l'elevata dinamica della domanda aggregata ha conseguenze particolarmente disastrose per i conti con l'estero, ed una manovra deflazionistica potrà riequilibrare rapidamente la situazione. Ma in altri casi il contenimento della domanda interna non avrà effetti apprezzabili sulla offerta di esportazioni e/o sulla domanda di importazioni. In questi ultimi casi il ricorso al contenimento della domanda aggregata interna come strumento per riequilibrare la bilancia dei pagamenti risulterà particolarmente costoso in termini di crescita economica, con ovvie conseguenze su altre variabili politicamente importanti, quali la disoccupazione.

Vale la pena di menzionare che la efficacia della manovra della domanda aggregata dipende anche da quello che accade negli altri paesi, poichè ciò che conta è l'andamento relativo. Se tutti i paesi manovrano contemporaneamente nella stessa direzione l'efficacia sarà complessivamente inferiore per tutti.

Come nel caso delle variazioni del tasso di cambio, è dunque incontestabile che la manovra della domanda aggregata non è nè onnipotente nè indolore. Al tempo stesso, non ci si deve dimenticare della parte di verità che è pur contenuta nel ritornello del "vivere al di sopra dei propri mezzi". E questa è che laddove il risparmio dello Stato sia negativo, e il residuo risparmio privato (al netto di quanto ne è assorbito dallo Stato) non sia sufficiente a finanziare l'investimento che sarebbe coerente con la dinamica della domanda aggregata, si avrà al tempo stesso un crescente deficit nella bilancia dei pagamenti e un arresto della crescita.

In altre parole, la logica keynesiana non deve far perdere di vista che nel lungo periodo la crescita è fondata sul processo di accumulazione, cioè sul risparmio e sull'investimento produttivo. Un deficit nella bilancia commerciale indica che il paese utilizza più risorse reali di quante non ne produca internamente, ma nulla dice circa la destinazione di tali risorse. Orbene, fa invece gran differenza se queste risorse sono richieste per sostenere un elevato livello di investimento produttivo, o se invece sono destinate al consumo o all'investimento improduttivo (cioè ad investimenti sbagliati). Nel primo caso è semplicistico affermare che il paese "vive al di sopra delle proprie risorse", ed è discutibile che sia opportuno ricorrere al contenimento della domanda interna. Nel secondo, invece, non vi è dubbio che nessun riaggiustamento dei conti con l'estero è possibile se i consumi interni, pubblici e/o privati, non sono ridotti.

c) Aggiustamento e politiche di industrializzazione. Bisogna ulteriormente notare che nel lungo periodo anche queste grandezze-chiave, cioè l'elasticità di prezzo e di reddito delle importazioni ed esportazioni, non sono da conside-

rarsi un dato, ma dipendono dalla politica di industrializzazione adottata dal paese. Non spetta a me riprendere la annosa discussione fra industrializzazione orientata all'esportazione e industrializzazione sostitutiva di importazioni, ma è pur necessario ricordare che l'esperienza sembra dimostrare che la prima conduce in generale a flussi commerciali con l'estero più elastici, e dunque facilita l'aggiustamento. In una recente analisi dei processi di aggiustamento in un gruppo di paesi in via di sviluppo, Balassa ha mostrato come i paesi che hanno fondato la loro industrializzazione sul ruolo trainante delle esportazioni hanno in un primo momento maggiormente sofferto degli shocks esogeni che hanno ripetutamente colpito il quadro internazionale nel corso degli ultimi quindici anni, ma si sono anche più facilmente adattati alle mutate condizioni e hanno mantenuto un tasso di crescita più elevato dei paesi che hanno teso a sostituire le importazioni: anzi, il differenziale di crescita fra i due gruppi si è allargato. E' interessante ricordare qui la conclusione di Balassa (1984; 970-1), il quale afferma che "Differences in economic performance find their origin in differences in the efficiency of investment and in domestic savings ratios"; e, poco oltre: "outward-oriented economies encouraged private savings through the adoption of realistic interest rates and limited public dissavings by reducing government budget deficits".

Questa conclusione serve a riaffermare un punto che potrebbe essere ovvio, ma è sovente dimenticato, e cioè che le tecniche di aggiustamento della bilancia dei pagamenti hanno possibilità di successo se la crescita dell'economia è fondata su solide basi. Se invece l'eccesso di consumo e gli investimenti sbagliati mirano alla base la crescita del sistema economico, la debolezza della bilancia dei pagamenti risulterà incurabile. La apertura al commercio internazionale e il ricorso al "libero mercato" ha almeno questo vantaggio, che consente di avere un metro di giudizio sulla validità degli investimenti e sul processo di accumulazione. Le implicazioni politiche o sociali di ciò possono non piacere, ma l'esperienza sembra dimostrare che la moltiplicazione di interventi amministrativi nell'economia e l'aumento indiscriminato del ruolo del settore pubblico danneggia il processo di accumulazione e conduce ad investimenti di dubbia redditività. Con ciò non si vuole sposare una certa mistica del libero mercato, nelle cui virtù taumaturgiche credono solo taluni moderni idolatri: ma solo sostenere l'opportunità di periodiche fasi di "deregulation", che servano a correggere il pericolo, sempre presente, dell'eccesso di "lacci e laccioli".

Più in generale, possiamo affermare che l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti è solo in parte un problema di breve periodo (così come lo concepisce l'approccio più usuale, che abbiamo fin qui sintetizzato), ma è anche un problema di lungo periodo e di adattamento strutturale. Recentemente è stato proposto (Killick e Sutton, 1982; 58-66) di considerare le risposte dei governi agli squilibri di bilancia dei pagamenti lungo uno spettro, ad un estremo del quale possiamo porre i pacchetti di politiche convenzionali tradizionalmente associati al Fondo Monetario Internazionale (cioè una qualche combinazione di politiche monetarie, fiscali e di variazioni del tasso di cambio, secondo la logica esposta nei precedenti paragrafi), mentre all'estremo opposto possiamo porre i pacchetti che sottolineano la necessità di mutamenti strutturali. Tra questi ultimi, possiamo distinguere due linee di tendenza principali. La prima, che gli autori citati chiamano "nuova scuola ortodossa", sottolinea la necessità di accompagnare il tradizionale governo della domanda con riforme del regime finanziario e del commercio internazionale. La seconda, che è stata chiamata "strategia strutturalista/populista", vede nella rimozione delle strozzature

strutturali dell'offerta il prerequisito per la stabilità. Ambedue queste scuole strutturaliste hanno avuto grande influenza in America Latina, la seconda fino alla metà degli anni '70, la prima in anni più vicini.

La nuova scuola ortodossa è incline alla utilizzazione della politica monetaria di preferenza a quella fiscale nel breve periodo, mentre la ristrutturazione viene perseguita attraverso la riduzione della dimensione del settore pubblico, la liberalizzazione delle importazioni, la eliminazione di regolamentazioni amministrative che ostacolano i mercati finanziari e quelli dei fattori della produzione. In particolare, l'approccio monetarista e la liberalizzazione dei mercati finanziari conducono tipicamente al passaggio da una situazione di repressione finanziaria (caratterizzata da tassi di interesse reali negativi) ad una situazione di tassi di interesse reali più o meno in linea con le realtà internazionali (sovente superiori, per via del fattore rischio di cambio). Sebbene molti autori citino l'esperienza favorevole fatta con simili combinazioni di politiche da paesi come la Corea del Sud, altri, ed in particolare Foxley (1981) e Diaz-Alejandro (1981) hanno sottolineato come esse possano avere effetti destabilizzanti. L'aumento dei tassi di interesse ha conseguenze sul costo del capitale, e in tal maniera può alimentare l'inflazione da costi. Se al tempo stesso la domanda è in declino a causa di politiche monetarie restrittive, le scorte aumenteranno, e le imprese tenderanno di minimizzare l'effetto del mantenimento di scorte ad alto costo attraverso la riduzione della produzione. L'effetto combinato del libero aumento dei tassi di interesse e della restrizione del credito può dunque essere la stagflazione. Se poi le riforme finanziarie portano a tassi di interesse superiori a quelli prevalenti all'estero, gli investitori tanto interni che esteri tenderanno ad acquistare titoli locali e gli imprenditori locali tenderanno a rivolgersi all'estero per soddisfare la loro domanda di credito. Il risultato può essere un sostanziale afflusso di capitale, che spingerà verso un apprezzamento del cambio, laddove invece le autorità desiderano un deprezzamento per favorire le esportazioni.

La scuola strutturalista/populista, invece, ritiene che gli squilibri dipendano dall'insorgere di strozzature nell'offerta dovute alla pressione dello sviluppo. Lungi dall'auspicare un contenimento della domanda o una politica monetaria restrittiva, questa scuola ritiene che lo squilibrio vada superato attraverso l'eliminazione delle strozzature, cioè attraverso ulteriori investimenti e crescita economica. Poiché il superamento delle strozzature richiede investimenti, l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti deve necessariamente essere graduale e di lungo periodo: nel breve lo squilibrio deve essere finanziato. La debolezza delle politiche basate su questo approccio è stata in pratica che l'enfasi sulla eliminazione delle strozzature di offerta è stata generalmente accompagnata dalla disattenzione verso il governo dell'economia nel breve periodo. La regolamentazione amministrativa del mercato, che è generalmente uno strumento efficace se di corta durata, ha finito col ramificarsi e perdurare. L'espansione del settore pubblico, ritenuta indispensabile per il superamento delle strozzature, ha dato spazio ad un aumento del consumo pubblico più marcato di quello degli investimenti.

Nondimeno, anche questo approccio non merita di essere completamente rigettato, e, come abbiamo già detto, bisogna guardarsi dalla mistica del mercato. In realtà, è sovente vero che è possibile migliorare l'equilibrio dei conti con l'estero attraverso misure centrate sull'offerta, ed il problema è semmai come evitare la degenerazione della spirale di inefficienza. A tal fine, è utile periodicamente fare ritorno alla disciplina del mercato, ma non per questo bisogna negare la possibilità di interventi diretti e mirati da parte dello Stato per superare specifici ostacoli.

Parte II: I movimenti di capitali e le partite correnti finanziarie.

A complicare ulteriormente la discussione sull'aggiustamento della bilancia dei pagamenti viene il fatto che le interpretazioni e le politiche cui abbiamo brevemente accennato si riferiscono quasi esclusivamente alla bilancia commerciale e a certi servizi, ma trascurano le altre partite correnti ed i movimenti di capitali. Al contrario, per un numero crescente di paesi, tanto industriali che in via di industrializzazione, queste poste assumono un peso crescente nella determinazione dei risultati della bilancia dei pagamenti, creando ulteriori difficoltà e dilemmi.

Per alcuni paesi hanno acquistato grandissima rilevanza i cosiddetti trasferimenti unilaterali, ed in particolare le rimesse degli emigranti. L'ammontare di tali rimesse dipende in primo luogo dal reddito degli emigranti e dal loro numero due variabili il cui controllo sfugge quasi completamente al paese di origine, salvo che non si voglia ipotizzare che una politica espansiva riduce la "propensione ad emigrare" ed una deflattiva la aumenta: ma l'emigrazione non è principalmente fenomeno di breve periodo ed in secondo luogo dalla disponibilità degli emigranti a rimettere parte del loro reddito. In merito agli effetti di variazioni del tasso di cambio o della domanda interna sulle rimesse degli emigranti si può argomentare pressoché tutto e il contrario di tutto. Entrano, in particolare, in gioco le aspettative, che assimilano in una qualche misura le rimesse degli emigranti ai movimenti di capitale a breve. L'esperienza dei paesi per cui il fenomeno è maggiormente importante è in parte contraddittoria: se nel caso turco tra la fine degli anni settanta e l'inizio del decennio successivo si è constatato che la difesa di un tasso di cambio "troppo alto" (s'intenda: perché sia in equilibrio la bilancia commerciale) scoraggia le rimesse degli emigranti, che tornano invece ad affluire una volta svanita la paura della svalutazione, nel caso di altri paesi come la Giordania o lo Yemen del Nord sono proprio le rimesse degli emigranti a mantenere il cambio a livelli che sono certamente assai penalizzanti per qualsiasi sviluppo di attività produttiva interna. In Egitto si obietta all'esperienza turca che le rimesse sono determinate dalle necessità dei familiari rimasti in patria, e una svalutazione della lira egiziana provocherebbe un minore afflusso di valuta. E' anche intenso il dibattito se sia o meno giusto includere le rimesse degli emigranti nell'analisi dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti: alcuni ritengono che esse sarebbero particolarmente volatili, in quanto gli stessi emigrati possono essere costretti a tornare in patria in breve tempo. I recenti fenomeni di deportazione dalla Nigeria e dalla Libia danno un qualche fondamento a questo timore che sembra altrimenti contraddetto dall'esperienza; anzi, il caso europeo dimostra al contrario che il paese ospite riesce, se vuole, a ridurre il numero degli immigrati, ma a costi rilevanti, e senza in ogni caso riuscire a cancellare il fenomeno. In mancanza di una più soddisfacente conoscenza del comportamento delle rimesse in funzione delle varie possibili politiche di aggiustamento, si tende frequentemente a dimenticare questa voce della bilancia dei pagamenti: mentre è chiaro che essa ha una importanza considerevolissima per molti paesi, e potenzialmente crescente nel contesto internazionale in senso lato.

Rientrano anche fra le partite correnti i pagamenti di dividendi ed interessi che conseguono agli investimenti rispettivamente diretti e finanziari dall'estero. Queste voci possono variare nel breve periodo in funzione delle decisioni di politica economica del governo del paese ospite, ma la loro scala rimane principalmente legata all'ammontare dell'investimento diretto realizzato o del debito contratto nel passato, cioè a dati di fatto che non possono essere modificati nel breve periodo. Nel caso del debito, e qualora questo sia denomi-

nato in valuta estera, vi è anche l'effetto della variazione del tasso di interesse sul mercato internazionale della valuta di cui trattasi, e del tasso di cambio fra tale valuta e la valuta nazionale. Sul primo di questi due tassi, il governo del paese debitore ha scarse possibilità di influenza; sul secondo ne ha solo limitate, poichè vi possono essere variazioni autonome nel corso della moneta di denominazione del debito rispetto al complesso delle altre monete. Un esempio varrà a chiarire quest'ultimo punto: se l'Italia ha un debito denominato in dollari, qualsiasi variazione nel tasso di cambio fra lira e dollaro modifica il valore in lire del debito, e ne consegue un importante effetto-ricchezza; tale variazione può dipendere da una decisione delle autorità italiane che svalutano o rivalutano la lira, ma può anche dipendere dal fatto che il dollaro si è apprezzato o deprezzato nei confronti del complesso delle altre monete; certo, le autorità italiane possono comunque decidere di seguire il dollaro (cioè optare per un dollar-peg) ma ciò ha conseguenze sulla competitività delle merci italiane nei paesi diversi dagli USA. L'esistenza di un debito denominato in una valuta estera costituisce in ogni caso una importante remora nella manovra del tasso di cambio, poichè pone le autorità di fronte ad un trade-off tra un aumento del valore del debito espresso in moneta nazionale e un aumento di competitività, da cui può dipendere la capacità di servire il debito stesso.

Tuttavia, non bisogna cedere all'impressione che il governo sia totalmente impotente di fronte a questi flussi. Nel caso dei dividendi che conseguono alla attività di investimento diretto, il loro flusso sarà influenzato non soltanto dalla redditività dell'investimento realizzato, ma anche dalle prospettive di eventuali investimenti ulteriori, dal tasso di interesse interno, dal giudizio sulla stabilità del tasso di cambio. Se il tasso di interesse è artificialmente basso, può convenire all'investitore estero di rimpatriare i profitti anche se deve finanziare ulteriori investimenti nel paese. Se il tasso di cambio è instabile, può convenire gonfiare i profitti reimpatriati per sottrarsi ad un rischio di cambio. Se le prospettive economiche generali del paese si deteriorano e fanno escludere ulteriori investimenti, l'enfasi si concentra sul recupero dell'investimento passato e sul reimpatrio immediato del massimo di risorse liquide. I tradizionali meccanismi di aggiustamento della bilancia possono essere ambigui: ad esempio una politica espansiva avrà probabilmente l'effetto di accrescere la redditività dell'investimento diretto, ma ciò condurrà a massicci reimpatri o, al contrario, a forti reimpieghi locali a seconda del livello del tasso di interesse e del giudizio dell'impresa sulla stabilità economica del paese nel lungo periodo.

Nel caso di interessi su prestiti dall'estero i margini di manovra sono molto più ridotti e quasi inesistenti, anche se è necessario ricordare, in linea generale, che l'investimento finanziario dall'estero (cioè il debito verso l'estero) può anche essere denominato in moneta nazionale, ed in tal caso il governo può influenzare il tasso di interesse. Se si vuole, la differenza fra l'indebitamento degli Stati Uniti e l'indebitamento di molti paesi in via di sviluppo è tutta qui. Nel caso di investimento dall'estero denominato in valuta nazionale, il governo può influenzarne il servizio attraverso il tasso di interesse, in misura tanto maggiore quanto più tale investimento è detenuto in forma liquida. Tuttavia in tal caso il governo si trova di fronte ad un immediato trade-off rispetto al comportamento dei movimenti di capitali, perchè la riduzione nel tasso di interesse può portare ad un minore afflusso o ad un deflusso netto (i titoli, anche a lunga scadenza, possono di norma essere liquidati...), e questa è solitamente percepita come la preoccupazione principale. Se, invece, l'investimento finanziario dall'estero è denominato in una

valuta estera, allora il governo non ha praticamente alcun controllo sull'andamento del tasso di interesse, e può solo chiedere una rinegoziazione o dichiarare una moratoria.

Se si bada alla sostanza economica del discorso, si ha che, mentre i pagamenti di dividendi hanno un certo margine di autonomia e sono influenzati dalla condotta corrente del governo, i pagamenti di interessi sono indissolubilmente legati ai movimenti di capitali, tanto nel senso che da essi conseguono, quanto nel senso che sono influenzati dalle stesse variabili, e tendono a compensarne l'effetto sulla bilancia dei pagamenti.

Siamo così condotti alla discussione dei movimenti di capitali, che costituiscono la parte più controversa e meno compresa del comportamento della bilancia dei pagamenti. Di norma, questi movimenti sono distinti in movimenti di capitali a lungo e a breve periodo, il confine essendo costituito dai titoli di durata annuale. L'investimento diretto viene incluso fra gli investimenti di lungo periodo, e così pure tutti quegli investimenti finanziari che si concretano nell'acquisto di titoli di durata superiore all'anno.

Il motivo principale per questa distinzione è che si ipotizza che le determinanti dell'investimento a lungo termine siano diverse da quelle dell'investimento a breve. Nel primo caso, l'investimento è normalmente legato alla realizzazione di un progetto o all'andamento di una impresa, quindi tipicamente influenzato da considerazioni di lungo periodo, quali la struttura del paese, il suo "clima di investimento" ed i meriti dello specifico progetto o impresa da finanziare. Al contrario, l'investimento di breve periodo è per ipotesi più liquido e legato all'andamento delle variabili economiche nel breve periodo.

Tuttavia questa bipartizione risulta sostanzialmente erosa nella pratica. Da un lato, anche gli investimenti di lungo periodo sono sovente reversibili, e dunque soggetti a considerazioni di breve periodo. Nel caso di titoli azionari od obbligazionari, esistono normalmente dei mercati sui quali l'investimento può essere liquidato nel giro di poco tempo, e vi sono investitori che operano sistematicamente in titoli a lungo con una ottica di breve periodo. Al contrario, nel caso di operazioni formalmente di breve periodo, in molti casi ne viene dato per implicito il rinnovo alla scadenza, cosicché l'operazione è solo formalmente di breve periodo, nella realtà è di durata indeterminata o comunque superiore.

Inoltre, nel caso dei movimenti di capitali a breve è sovente difficile distinguere i movimenti che propriamente debbono chiamarsi autonomi da quelli che hanno invece natura compensativa, cioè rientrano piuttosto nella politica di gestione delle riserve valutarie e del tasso di cambio. Se l'investimento dall'estero si concreta nell'acquisto di titoli in valuta nazionale, di cui sia diffusa la circolazione all'interno del paese stesso, allora sembra logico accettarne la natura autonoma. Se si tratta di rapporti diretti del governo, o della banca centrale per l'acquisizione di crediti in valuta da istituzioni finanziarie estere, siano esse private o pubbliche, sembra altrettanto logico accettarne la natura compensativa. Ma nel mezzo vi è una vasta categoria di rapporti tra istituzioni pubbliche o parapubbliche che acquisiscono credito più o meno indipendentemente, e la natura di questi è genuinamente ambigua. Non ha molto senso dire che sono compensativi tutti quei flussi che hanno origine nei desideri del governo, giacché di questo passo si dovrebbero a rigore considerare compensativi anche i flussi che rispondono ad una determinata politica monetaria e al livello relativo del tasso di interesse. In tal modo, si finisce col definire il saldo della bilancia dei pagamenti come quello della cosiddetta bilancia di base, cioè movimenti correnti più capitali a lungo termine (ma

esclusi tutti i movimenti a breve). Nemmeno ha senso, all'estremo opposto, considerare autonomi tutti i movimenti che hanno una prevalente giustificazione commerciale, anche se in un certo senso è vero che le banche prestano ai governi perchè ci guadagnano o sperano di guadagnarci, e dunque lo fanno "autonomamente". Di questo passo, il saldo della bilancia dei pagamenti si identificherebbe con la variazione delle riserve ufficiali: concetto che pure ha una sua rilevanza, ma che sembra perdere di vista la sostanza economica del problema.

Il punto sostanziale che ritengo debba essere chiarito è che vi è una intrinseca ambivalenza nei movimenti di capitale, che in ogni circostanza sono al tempo stesso un investimento dall'estero ed una obbligazione verso l'estero. Questo vale tanto per gli Stati Uniti, per i quali si parla più spesso di investimenti dall'estero, che per i paesi in via di sviluppo, per i quali si parla più spesso di indebitamento verso l'estero. Quale è la differenza? La differenza è che nel caso degli Stati Uniti i movimenti di capitali si concretano nell'acquisto di titoli in valuta nazionale scambiati attraverso un normale mercato finanziario. A parte ciò ben poco muta: gli USA devono attirare capitali dall'estero attraverso un elevato tasso di interesse, e in ciò la loro posizione non è diversa da quella di un grande paese in via di sviluppo che richieda importanti risorse al mercato internazionale; e se perdessero improvvisamente la fiducia, gli investitori esteri potrebbero ritirare rapidamente i loro fondi dagli Stati Uniti, ma ciò provocherebbe una caduta dei corsi ed una considerevole perdita in conto capitale, non diversamente da ciò che avverrebbe se un paese in via di sviluppo dichiarasse una moratoria. Non vi è una differenza economica sostanziale, ma vi è una differenza politica importante legata al fatto che in un caso gli investitori sono moltissimi e non coalizzati, e vi è l'intermediazione del mercato; mentre nell'altro i creditori sono pochi e si fanno sentire direttamente.

Una differenza ulteriore è che gli Stati Uniti controllano la valuta che è, internazionalmente, il più diffuso strumento di riserva, la componente principale della liquidità internazionale. In tal modo, l'effetto della loro posizione sull'equilibrio del mercato si fa più direttamente sentire, perchè un loro deficit di bilancia dei pagamenti (inteso nella definizione più onnicomprensiva) provoca una fuoriuscita di dollari e dunque una creazione di liquidità internazionale, mentre un loro attivo provoca al contrario una distruzione di tale liquidità. Nondimeno, anche la abbondanza o la scarsità di liquidità internazionale è un concetto relativo, e l'avvento sul mercato di qualsiasi grande prenditore di fondi provoca una rarefazione della liquidità, e viceversa. Laddove la posizione degli Stati Uniti è singolare è nel fatto che, essendo la loro moneta accettata quale moneta internazionale, essi godono di maggiore flessibilità nell'affrontare lo squilibrio della loro bilancia dei pagamenti. In altre parole, il mercato internazionale accetterà normalmente un afflusso di dollari (anche se il tasso di cambio del dollaro tenderà a scendere), mentre la sua disponibilità ad assorbire un afflusso di lire italiane è certamente assai limitata, e le conseguenze sul tasso di cambio certamente molto più drammatiche. Tanto è vero che oggi gli USA si indebitano massicciamente con l'estero non per compensare l'andamento negativo delle altre voci della bilancia, ma per coprire il disavanzo del bilancio pubblico. Nondimeno, non si può dire che gli USA, in virtù della posizione del dollaro quale più diffusa moneta nelle transazioni internazionali, siano del tutto liberi dal vincolo esterno, giacchè le conseguenze di un perdurante squilibrio della bilancia dei pagamenti americani si farebbero sentire sul tasso di cambio del dollaro e/o sugli andamenti reali dell'economia americana: in definitiva anche il governo di Washington deve preoccuparsi della sua bilancia dei pagamenti.

Ho insistito sul parallelo fra la posizione degli Stati Uniti e la posizione dei paesi in via di sviluppo con forti obbligazioni verso l'estero non per amore del paradosso, ma perchè nelle condizioni contemporanee bisogna prendere atto della crescente importanza dei movimenti di capitali ed elaborare una visione finanziaria della bilancia dei pagamenti. Col mutare delle proporzioni relative dell'importanza di movimenti correnti e movimenti di capitali, pretendere di aggiustare la bilancia dei pagamenti sulla base del solo andamento del commercio con l'estero è divenuto un po' come pretendere di svuotare il mare con un secchiello.

Nel caso dei paesi in via di sviluppo, è necessario partire dal presupposto che essi devono normalmente essere nella posizione di importatori netti di risorse reali. L'obiettivo di un elevato tasso di crescita è compatibile con un livello dell'investimento interno che sia superiore al livello del risparmio. In altre parole, questi paesi devono essere in condizione di attirare investimenti dall'estero.

Il problema, dunque, non è il ripagamento del debito, bensì creare nuove basi per un ulteriore afflusso di capitali. "Molti chiedono quando i paesi che hanno attualmente gravi problemi di servizio del debito saranno in grado di ripagare i loro debiti. Questa domanda manifesta una profonda mancanza di comprensione della divisione fra esportatori strutturali e importatori strutturali di capitale, e del ruolo degli intermediari finanziari fra i due. (...) La crisi del debito finirà quando la concessione involontaria di credito ai PVS cederà il passo ad una ripresa della concessione volontaria di credito, e ciò accadrà quando i PVS indebitati avranno riacquisito la loro creditworthiness." (Robichek, 1985).

Cosa sia la creditworthiness è il quesito successivo che dobbiamo porci, e al quale chi scrive non pretenderà di offrire una risposta. In effetti non esiste una misura oggettiva che permetta di discriminare chi merita credito da chi non lo merita: è la tipica decisione lasciata al rischio dell'investitore o alla professionalità del banchiere. Sta di fatto che esistono certe combinazioni di politiche economiche che convincono le fonti di finanziamento della opportunità di concedere credito, ed altre che suscitano invece diffidenza. L'esperienza dimostra che le banche fanno sovente errori di giudizio lo dimostra lo stesso problema dell'indebitamento internazionale! e concedono credito a politiche fallimentari, mentre lo rifiutano a politiche che a non pochi sembrano promettenti, e che in conseguenza debbono essere abbandonate. C'è solo da augurarsi che vi sia un processo di learning by doing che progressivamente muti le percezioni e le convinzioni dei banchieri.

L'alternativa è quella di ridimensionare il ruolo delle banche private per aumentare grandemente quello delle grandi istituzioni multilaterali. Ma il Fondo Monetario è sovente visto come il *démone* n°1, mentre anche la Banca Mondiale è stata in passato non poco criticata. Non ci si deve dimenticare che molti paesi hanno fatto ricorso alle banche private perchè vi hanno trovato credito più facile che non presso gli organismi multilaterali.

La ulteriore alternativa, quella di fare a meno del credito internazionale, è chiaramente inferiore per un paese in via di sviluppo che non può essere confinato a fondarsi sulle sue sole risorse. A meno che il costo di mantenere la creditworthiness non divenga assurdamente elevato, sarà sempre preferibile accettare il condizionamento che essa inevitabilmente comporta.

Conclusione: Gli equilibri politici e l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Si è sovente sottolineato che imponendo ai paesi in via di sviluppo un processo di troppo rapido aggiustamento della bilancia dei pagamenti se ne mette in questione la stabilità politica. Il punto è che, al contrario, l'intrattabilità dei problemi della bilancia dei pagamenti deriva spesso proprio dalla fragilità degli equilibri politici interni di questi paesi e dalla incerta legittimità dei regimi al potere.

Il passivo della bilancia corrente e l'indebitamento verso le banche può essere il sintomo di un reale e promettente sforzo di sviluppo, ma può anche essere il sintomo della incapacità di affrontare i problemi. La distinzione è sottile, tanto è che anche le banche internazionali sovente la trascurano, "seguono la corrente" e finiscono col dare credito al governo sbagliato nel paese sbagliato.

Per fondare lo sviluppo su basi solide è necessario un governo democratico, che abbia la legittimità per richiedere al suo popolo i sacrifici necessari. Ed è necessario che questo governo goda della stabilità e del coraggio indispensabili per affrontare i problemi.

Lo sviluppo della finanza pubblica è sovente una precondizione irrinunciabile per riacquistare il controllo sull'economia. In molti paesi in via di sviluppo l'imposizione diretta non esiste affatto o è solo embrionale, mentre essa costituisce uno strumento irrinunciabile di controllo, equità e lotta all'inflazione. Il contenimento della spesa pubblica corrente (o meglio, non produttiva, visto che talvolta si parla di "investimenti militari" o similmente improduttivi) e la lotta all'inflazione sono premesse indispensabili per mettere su solide basi il processo di sviluppo economico. Lo stimolo al risparmio interno richiede una misura di libertà e sviluppo dei mercati finanziari, che consente col tempo non soltanto di arrestare la continua emorragia del risparmio interno verso l'estero, ma anche di acquisire investimento "autonomo" dall'estero.

L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti non è una condizione per la realizzazione del necessario programma di risanamento; al contrario, è questo programma che porterà con sé l'aggiustamento della bilancia. La bilancia dei pagamenti risente, certamente, delle condizioni generali dell'economia internazionale e degli shocks che la investono, ma è soprattutto specchio fedele delle condizioni interne e del governo di una economia.

Riferimenti:

- BALASSA Bela, "Adjustment Policies in Developing Countries", World Development Vol.12 N°9, pp.955-72, 1984.
- DIAZ ALEJANDRO Carlos F., "Southern Cone Stabilization Policies" in Economic stabilization in Developing Countries, ed. by William R.Cline and Sidney Weintraub, Brookings Institution, Washington DC, pp.191-233, 1981.
- FOXLEY Alejandro, "Stabilization Policies and their Effects on Employment and Income Distribution: a Latin American Perspective" in Economic stabilization in Developing Countries, ed. by William R.Cline and Sidney Weintraub, Brookings Institution, Washington DC, pp.191-233, 1981.
- KILLICK Tony and SUTTON, Mary, "Disequilibria, Financing and Adjustment in Developing Countries", in Killick, Tony, Ed., Adjustment and Financing in the Developing World the Role of the International Monetary Fund, published by the International Monetary Fund in association with the Overseas Development Institute (London), Washington DC, 1982.
- KILLICK Tony, Extent, Causes and Consequences of Disequilibria in Developing Countries, Overseas Development Institute Working Paper n°1, March 1981.
- ROBICHEK E.Walter, Remarks, delivered to the meeting of the Board of Directors of Libra Bank PLC on 28th February 1985.

iai	ISTITUTO AFFARI INTERNAZIONALI - ROMA
n° Inv. 7444	
BIBLIOTECA	