

L'economia americana e l'amministrazione Carter

a cura di Giacomo Luciani

Copyright © by Istituto affari internazionali, Roma

Istituto affari internazionali - Centro studi americani Roma

Società editrice il Mulino

Bologna

Indice

pag. 7 **Introduzione**
di Giacomo Luciani

Parte prima - Considerazioni generali

23 **Prolusione**
di Richard Gardner

29 **L'economia americana e la crisi degli anni '70**
di Pierluigi Ciocca

Parte seconda - I problemi interni

41 **I profitti dell'industria**
di Paolo Sylos Labini

49 **I problemi dell'energia**
di Vittorio Jucker

63 **La difesa dell'ambiente tra opinione «ecologica» e
interessi industriali**
di Giuseppe Sacco

La questione ambientale nella «crisi da sproporzioni». - L'opinione «ambientalista» nell'elettorato di Carter. - Carter presidente e l'impegno per l'ambiente. - Norme sull'inquinamento atmosferico. - Norme contro l'inquinamento delle acque. - Il recupero delle materie prime. - Il Toxic Substances Control Act. - Conclusioni.

pag. 81 «Trends» del mercato del lavoro in America negli anni '70

di Vittorio Valli

Approccio macroeconomico. - I limiti della ricerca macroeconomica. - Principali mutamenti nel mercato del lavoro americano negli anni '70.

89 Consenso sociale e pareggio del bilancio
di George France

Introduzione. - Previsioni per il bilancio federale per gli anni 1977-80. - La dinamica del bilancio federale. - Il bilancio federale e il «consenso sociale». - Base mitica del bilancio federale.

101 La problematica del bilancio federale
di John Palmer

107 La politica monetaria statunitense durante la presidenza Carter
di Giuseppe Tullio

Introduzione. - Alcuni cenni sugli obiettivi della politica monetaria americana e la sua efficacia. - La politica monetaria durante la presidenza Carter. - La politica monetaria e l'andamento del dollaro negli ultimi mesi.

Parte terza - I problemi internazionali

125 Il dollaro e il sistema monetario internazionale
di Mauro Michelangeli

137 Il ruolo delle imprese multinazionali
di Nicola Acocella

Introduzione. - Le tendenze di lungo periodo degli investimenti diretti statunitensi. - Gli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti. - La politica economica americana nei confronti delle imprese multinazionali.

147 L'amministrazione Carter e il nuovo ordine economico internazionale
di James P. Grant

163 Lo squilibrio Nord-Sud: problemi e risposte del mondo occidentale
di Piero Bassetti

169 Liberismo o neoprotezionismo?
di Marcello De Cecco

Conclusioni

179 Carter è il nuovo Roosevelt?
di Marcello Colitti

La politica monetaria statunitense durante la presidenza Carter

di Giuseppe Tullio

Introduzione

Difficilmente si può attribuire la politica monetaria statunitense seguita nel corso del 1977, « tout court », al governo Carter. Infatti, la Federal Reserve gode di un elevato grado di indipendenza rispetto al governo, che le consente di resistere più facilmente ad eventuali pressioni dall'esterno.

I soggetti da prendere in considerazione sono quindi almeno due: il governo e la Riserva federale. Premesso ciò, l'analisi è divisa in tre parti. Nella prima svolgo alcune considerazioni sugli obiettivi della politica monetaria americana e accenno brevemente alla efficacia della medesima nel raggiungere gli obiettivi dichiarati.

Nella seconda parte, dopo aver illustrato come la politica monetaria Usa è condotta oggi in maniera profondamente diversa da come lo era negli anni '50 e '60, mi soffermo sugli aspetti più recenti della politica monetaria, alla luce degli sviluppi congiunturali di quest'anno. Infine, nella terza parte tratto dell'andamento del dollaro nei confronti delle principali valute e dei legami fra politica monetaria e andamento del cambio.

Alcuni cenni sugli obiettivi della politica monetaria americana e la sua efficacia

È bene distinguere fin d'ora gli obiettivi finali (« targets ») dagli obiettivi intermedi (« intermediate targets »), e questi a loro volta dagli strumenti operativi (« operating instruments ») della politica monetaria americana.

In generale, si annoverano tra gli obiettivi della politica monetaria quello della piena occupazione, di un moderato tasso di inflazione e dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Talvolta si include anche l'obiettivo di un tasso di sviluppo del reddito reale accettabile. L'importanza che i governi e le banche centrali attribuiscono a questi obiettivi, tende a mutare a seconda delle circostanze concrete e delle pressioni politiche, tuttavia ritengo che rispetto alla media dei paesi del mondo, l'obiettivo esterno (quello del riequilibrio della bilancia dei pagamenti o di un tasso di cambio stabile) abbia in generale condizionato di meno la politica monetaria americana, nel perseguire gli obiettivi interni. Ciò non toglie che il perseguimento degli obiettivi esterni non sia stato talvolta fonte di notevoli preoccupazioni per i governi americani.

La natura meno vincolante degli obiettivi esterni, per gli Stati Uniti, è dovuta sia al basso grado di apertura con l'estero dell'economia americana rispetto agli altri principali paesi industrializzati¹, sia alle dimensioni stesse degli Stati Uniti, ma soprattutto al ruolo del dollaro come moneta di riserva. Infatti il basso grado di apertura fa sì che gli impulsi provenienti dall'estero si trasmettano meno all'interno di quanto avverrebbe per un'economia più aperta delle stesse dimensioni, e ciò può aver reso agli occhi delle autorità monetarie americane l'equilibrio dei conti con l'estero un obiettivo meno prioritario.

Ma è soprattutto per le sue dimensioni e per il ruolo del dollaro come moneta di riserva che generalmente, nei momenti in cui si rendeva necessaria una scelta tra contrastanti obiettivi interni ed esterni, gli Stati Uniti hanno potuto dare priorità agli obiettivi interni.

Infatti, poiché il dollaro è accettato internazionalmente come mezzo di pagamento e valuta di riserva, il resto del mondo finisce col finanziare automaticamente i disavanzi della bilancia dei pagamenti statunitense.

Con questo non si vuole qui affatto dire che i disavanzi statunitensi non abbiano in certi anni (soprattutto nella prima parte del periodo post-bellico), trovato origine nel desiderio del resto del mondo di accumulare mezzi di pagamento internazionali, e quindi non siano stati talvolta imposti agli Stati Uniti.

Ma, passato il primo periodo post-bellico, caratterizzato dal cosiddetto « dollar shortage » (eccesso di domanda di dollari rispetto all'offerta), i disavanzi statunitensi sono stati generati in misura crescente, e soprattutto sul finire degli anni '60 e nei primi anni '70, da eccessi di offerta di dollari rispetto alla domanda da parte del resto del mondo.

Ritornando al dilemma tra obiettivi interni ed esteri, gli Stati

¹ Ad esempio il rapporto importazioni/Rnl era nel 1976 circa 8% per gli Usa, circa 26% per l'Italia e circa 46% per l'Olanda.

Uniti hanno tentato di risolverlo negli anni '60 mediante il ricorso a provvedimenti selettivi, come manovre sul divario fra tassi di interesse a lunga ed a breve (« operation twist »), oppure controlli sui movimenti di capitali (« interest equalization-tax, voluntary restraint program »).

Poi ad agosto del 1971 hanno svalutato il dollaro del 10%. Fallito il tentativo di ritornare alle parità fisse (accordi smithsoniani del dicembre 1971), è stato necessario far ricorso alla libera fluttuazione delle monete (dal 1973).

Per quanto riguarda gli strumenti intermedi (« intermediate targets ») della politica monetaria americana, fino alla fine degli anni '60 la Federal Reserve ha utilizzato le riserve bancarie libere delle banche (« net free reserves ») ed uno o più tassi d'interesse.

A partire dal 1970 si è iniziata, dapprima timidamente, poi con maggiore convinzione, la politica del controllo degli aggregati monetari. Scelto un livello dello strumento intermedio, coerente con gli obiettivi finali, gli strumenti tradizionali della politica monetaria (manovra del tasso di sconto, operazioni di mercato aperto e variazioni dei rapporti di riserva delle banche) vengono utilizzati per raggiungere l'obiettivo intermedio fissato.

L'abbandono del concetto di « net free reserves » come strumento intermedio, è stato in buona parte il risultato di critiche² che ne mettevano in risalto grossi difetti. Esso non ha tuttavia comportato uno spostamento di rilievo nella filosofia economica sottostante il ruolo e la gestione della politica monetaria. Invece l'abbandono dei tassi d'interesse come strumento intermedio a favore degli aggregati monetari (avvenuto come anzidetto nel 1970), ha significato il sopravvento della filosofia monetarista nell'ambito della Federal Reserve.

È quindi opportuno dedicare qualche sommaria considerazione alle proposizioni principali della scuola monetarista ed alle implicazioni di queste per la conduzione della politica monetaria.

Con la rivoluzione keynesiana, le convinzioni classiche e neo-classiche sulla stabilità del settore privato e sulla neutralità della moneta sono state abbandonate dai governi e dai responsabili della politica economica.

La politica fiscale ha iniziato così a svolgere un ruolo fondamentale nella stabilizzazione del livello del reddito e dell'occupazione, mentre il ruolo principale della politica monetaria consisteva nella stabilizzazione del tasso d'interesse. Infatti se la velocità di circolazione della moneta non è stabile, le oscillazioni del reddito saranno minori se si

² Si veda ad esempio: *The instruments of general monetary control* by Warren L. Smith in *Readings in Money National Income and Stabilization Policy*, Smith and Teigen editors, Irwin, 1970.

mantiene fermo il tasso d'interesse piuttosto che la quantità di moneta.

Ad esempio, se la domanda di moneta è instabile e aumenta improvvisamente, i tassi di interesse tenderanno ad aumentare ed a esercitare un effetto deflattivo sul reddito, qualora le autorità monetarie tengano costanti le consistenze monetarie. Viceversa, se si controlla il tasso d'interesse e si evita che esso salga, assecondando la maggiore domanda di moneta dell'economia, si evita l'effetto deflattivo sul reddito. Da ciò deriva la superiorità della politica di stabilizzazione dei tassi rispetto a quella del controllo degli aggregati monetari. Ma se la domanda di moneta (cioè la sua velocità di circolazione) è stabile, il controllo degli aggregati monetari conduce ad una maggiore stabilità del reddito, perché si evita di impartire al sistema shocks provenienti dal lato dell'offerta di moneta.

Uno dei principali punti di controversia fra monetaristi e keynesiani è proprio questo della stabilità della domanda di moneta. La tradizione classica e neo-classica, continuata presso l'Università di Chicago, e legata soprattutto al nome di Milton Friedman, sostiene che la domanda di moneta sia in funzione stabile di un numero limitato di variabili (fra cui il tasso atteso di inflazione), e che quindi il controllo degli aggregati monetari sia superiore rispetto alla stabilizzazione dei tassi.

Per i monetaristi la maggior parte degli shocks cui è sottoposto il sistema economico provengono dalla offerta di moneta, manovrata dai governi e dalle « arrendevoli » banche centrali a fini elettorali e/o per finanziare disavanzi statali.

A parte la controversia sulla stabilità della domanda di moneta e del settore privato in generale, le posizioni monetariste e keynesiane si distinguono per i diversi valori che esse tendono ad attribuire alle elasticità di alcune funzioni macroeconomiche chiave. I monetaristi tendono ad attribuire un valore basso alla elasticità della domanda di moneta rispetto al tasso di interesse ed un valore alto alla elasticità degli investimenti rispetto allo stesso tasso. In tal caso la politica monetaria tende ad avere una efficacia maggiore, mentre, nel caso contrario, è la politica fiscale che tende ad avere grande efficacia, e la politica monetaria poca³.

Una grossa parte della controversia si può quindi risolvere in pratica nella individuazione empirica dei valori che le elasticità anzidette assumono, e ciò è stato tentato, non solo stimando con metodi econometrici funzioni di domanda di moneta e degli investimenti, ma costruendo modelli dell'economia americana che consentono di analizza-

³ Per una discussione molto più approfondita di queste questioni si veda F. Modigliani, *Should we forsake stabilization policies*, « American Economic Review », marzo 1977.

re in modo più completo l'efficacia della politica fiscale rispetto alla politica monetaria. Forse la conclusione principale che si può trarre dalle simulazioni fatte con i modelli econometrici è che la politica fiscale è molto efficace, ma esaurisce la sua efficacia nel breve periodo, mentre quella monetaria ha dei ritardi molto più lunghi.

Sempre restando in tema di efficacia della politica monetaria relativamente a quella fiscale, è forse opportuno richiamare le principali conclusioni degli studi di Mundell⁴, sia perché i suoi modelli hanno avuto un'eco molto vasta, sia perché ci saranno utili per comprendere gli sviluppi più recenti del tasso di cambio del dollaro. Mundell dimostra infatti che in regime di cambi fissi la politica monetaria è poco efficace nello stimolare l'attività economica (e lo sarà tanto di meno quanto più mobili sono i capitali), mentre in regime di cambi flessibili, essa ha un vantaggio comparato sul tasso di cambio, e tramite il deprezzamento del cambio, sul livello di attività economica. Viceversa la politica fiscale è relativamente efficace in regime di cambi fissi e relativamente inefficace con i cambi flessibili⁵.

Concludiamo questi cenni introduttivi con alcune osservazioni circa il grado di indipendenza della Federal Reserve rispetto al governo americano, un fattore molto importante per capire la politica monetaria che è stata seguita durante il governo Carter.

Dal 1951 la Federal Reserve non interviene più sul mercato in sostegno di titoli di stato in seguito ad un accordo che essa ha raggiunto con il tesoro. La Federal Reserve acquista titoli di stato sul mercato secondario soltanto se lo ritiene opportuno. L'accordo rappresenta quindi un fatto di grande rilievo in quanto viene messa in risalto e riconosciuta, la discrezionalità della Federal Reserve nel finanziamento dei disavanzi del tesoro. Viceversa la maggior parte delle banche centrali europee interviene spesso a sostegno dei corsi e, anche se formalmente la loro indipendenza è garantita dalla legge, il fatto di essere direttamente responsabili per il buon esito della emissione dei titoli di stato, vincola la loro azione in maniera non indifferente.

La politica monetaria durante la presidenza Carter

Ho già rilevato in precedenza che, con l'accelerazione dell'inflazione americana sul finire degli anni '60 la politica della Riserva federale

⁴ R. A. Mundell, *International Economics*, Macmillan, 1968. Si veda soprattutto il capitolo 18.

⁵ Le conclusioni sopra enunciate dipendono dall'effetto differenziato delle due politiche sui tassi di interesse e sui movimenti di capitali che essi generano. La politica fiscale fa aumentare i tassi di interesse e quella monetaria li fa diminuire.

si è spostata gradualmente dal controllo del livello dei tassi di interesse al controllo degli aggregati monetari. Con l'ulteriore accelerazione degli anni successivi⁶ l'enfasi sugli aggregati monetari come obiettivo intermedio è diventata più netta.

Tecnicamente lo strumento operativo della politica monetaria sono i tassi di interesse sui fondi federali (« Federal Funds ») che sono i fondi che le banche commerciali che fanno parte del sistema della Riserva federale, si prestano a vicenda (e quindi il tasso in questione è assimilabile al tasso interbancario italiano).

I tassi sui « Federal Funds » vengono manovrati in modo da raggiungere, nel medio periodo, gli obiettivi prefissati in termini di aggregati monetari. Se, in base agli ultimi dati disponibili, lo sviluppo di tali aggregati è stato superiore agli obiettivi prefissati, si tenderà a rialzare i tassi d'interesse, se lo sviluppo degli aggregati è stato inferiore si tende a far ribassare i tassi immettendo così liquidità sul mercato⁷. Esiste infatti a parità di altre circostanze una relazione inversa fra tassi di interesse e sviluppo degli aggregati monetari.

Tale era, sommariamente spiegato, l'aspetto tecnico della gestione della politica monetaria americana, quando Carter fu eletto presidente, e lo è tuttora. La filosofia sottostante una politica monetaria di questo tipo, è — come osservato nel paragrafo precedente, ma giova forse riassumerlo — che la domanda di moneta ed il settore privato siano inerentemente stabili, e che mutamenti repentini delle consistenze monetarie abbiano un impatto di breve periodo relativamente forte sul reddito reale e l'occupazione, ma soprattutto sul tasso di inflazione, e che quindi oscillazioni dello stock di moneta vadano evitate per non destabilizzare il reddito. Pur esistendo fattori strutturali come le spinte salariali, le variazioni dei prezzi relativi e l'aumento del prezzo del petrolio, che tendono a far aumentare il livello dei prezzi, queste spinte vanno contrastate, a giudizio dei sostenitori di una tale politica, fissando un obiettivo massimo di aumento della massa monetaria inferiore all'aumento previsto del reddito nazionale a prezzi correnti. Ad esempio, mentre all'inizio del 1977 il tasso di aumento previsto per l'anno in corso del reddito nazionale a prezzi correnti si aggirava sull'11-12%, di cui circa il 6% dovuto all'inflazione ed il 5-6% dovuto all'aumento previsto del reddito a prezzi costanti, il limite massimo dell'obiettivo in termini di M_2 (depositi totali delle banche commerciali più circolante) era del 10% (il limite

⁶ Il tasso di inflazione americano misurato dall'indice dei prezzi al consumo è stato pari a 4,1% nel 1968, 5,4 nel 1969, 5,9 nel 1970, 4,3 nel 1971, 3,3 nel 1972, 6,2 nel 1973, 11,0 nel 1974, 9,1 nel 1975 e 5,8 nel 1976. Si veda anche la Fig. 1.

⁷ In pratica, contrariamente alla prassi svizzera e tedesca, gli americani fissano una fascia-obiettivo entro la quale tenderanno a far cadere i tassi di aumento degli aggregati monetari.

inferiore della fascia era il 7 e mezzo %). Per M_1 (depositi in conto corrente più circolante) la fascia era invece inferiore di qualche punto percentuale. Successivamente nel corso del 1° trimestre dell'anno la fascia per M_2 è stata abbassata a 9 e mezzo-7% e recentemente in ottobre a 9-6 e mezzo % per il periodo 3° trimestre 1977-3° trimestre 1978⁸.

Ragionando in termini di tassi di variazione, si tratta quindi di indirizzi di politica monetaria che hanno implicato per l'anno in corso e implicano anche per il 1978 (per il quale il tasso di sviluppo del reddito nazionale a prezzi correnti è attualmente previsto intorno al 10%, di cui circa 4 e mezzo in termini reali), una certa restrizione.

È convinzione di Burns, e dei monetaristi in generale, che tale restrizione sia necessaria per ridurre l'inflazione e che per incidere il meno possibile in maniera negativa sullo sviluppo del reddito reale e dell'occupazione, la riduzione del tasso di aumento degli aggregati monetari debba essere molto graduale.

Tale convinzione è espressa dallo stesso Burns in un suo recente discorso nella seguente frase: « E, mentre dobbiamo essere molto cauti nel muoverci in modo brusco ("abruptly") i miei colleghi ed io nella Fed stiamo tentando con fermezza di ridurre gradualmente il tasso di aumento della moneta e ciò si riflette nell'abbassamento progressivo delle fasce entro cui si dovrebbe collocare lo sviluppo degli aggregati monetari ».

Da quanto detto finora, risulta evidente che la principale preoccupazione della Federal Reserve è l'inflazione, la quale, come noto, ha notevoli costi sociali ed implica delle grosse redistribuzioni di reddito danneggiando i gruppi più deboli della società. Un altro svantaggio dell'inflazione è rappresentato dal fatto che, dopo una fase di accelerazione della stessa i governi trovano generalmente il consenso sociale e la forza politica per mettere in atto delle politiche restrittive, spesso brusche, che comportano un aumento della disoccupazione. Per citare di nuovo Burns: « la recessione del 1974-75, nel corso della quale il numero dei disoccupati ha oltrepassato gli 8 milioni di persone, non sarebbe stata nemmeno lontanamente così severa — e forse non vi sarebbe stata proprio — se non vi fossero state le distorsioni inflazionistiche degli anni precedenti ».

Mi sia consentito, prima di procedere oltre, di esprimere un giudizio personale sulla recessione americana del 1974/75. Gli Stati Uniti hanno messo in atto una politica monetaria troppo restrittiva e troppo brusca; avrebbero, a mio avviso potuto procedere in modo più graduale,

⁸ Gli obiettivi monetari vengono quindi rivisti di frequente alla luce degli sviluppi congiunturali, mentre Friedman propone una regola costante da non modificare in alcun caso.

accettando per qualche anno un tasso di inflazione un po' più elevato⁹. Avrebbero così evitato sia la severità e lunghezza della loro crisi, sia di impartire una spinta deflazionistica alla economia mondiale, ed essa avrebbe assorbito meglio lo shock esogeno generato dall'aumento del prezzo del petrolio.

Ritornando alla politica più recente della Federal Reserve ed al peso relativo che essa pone sulla lotta all'inflazione, essa non è stata e non è affatto esente da critiche. Ma prima di accennare alle critiche mosse alla politica Fed ed alle polemiche fra la Fed ed il governo Carter, che si sono inasprite nei mesi più recenti, è opportuno fornire un quadro più completo, anche se sommario, della situazione congiunturale americana attuale, della sua evoluzione nel corso dell'anno, nonché sulle prospettive future.

La politica economica restrittiva iniziata verso la metà del 1973, nonché l'effetto dell'aumento del prezzo del petrolio, hanno fatto aumentare il tasso di disoccupazione medio mensile da 4,9% della forza lavoro nel 1973 a 5,6 nel 1974, a 8,5 nel 1975. Nel 1976 esso scende a 7,7%, mentre ad ottobre del 1977 il tasso di disoccupazione aveva raggiunto il 7%, una cifra ancora molto elevata rispetto alla media degli anni '60. A sua volta il prodotto nazionale lordo che nel 1973 era aumentato del 5,3% rispetto all'anno precedente, ha subito un calo sia nel 1974 (-1,7%), sia nel 1975 (-1,8%). Il ciclo si è invertito nella seconda metà del 1975 e dal 1976 il prodotto nazionale lordo cresce di nuovo a ritmi elevati (6,1% nel 1976 e 5% circa previsto per il 1977).

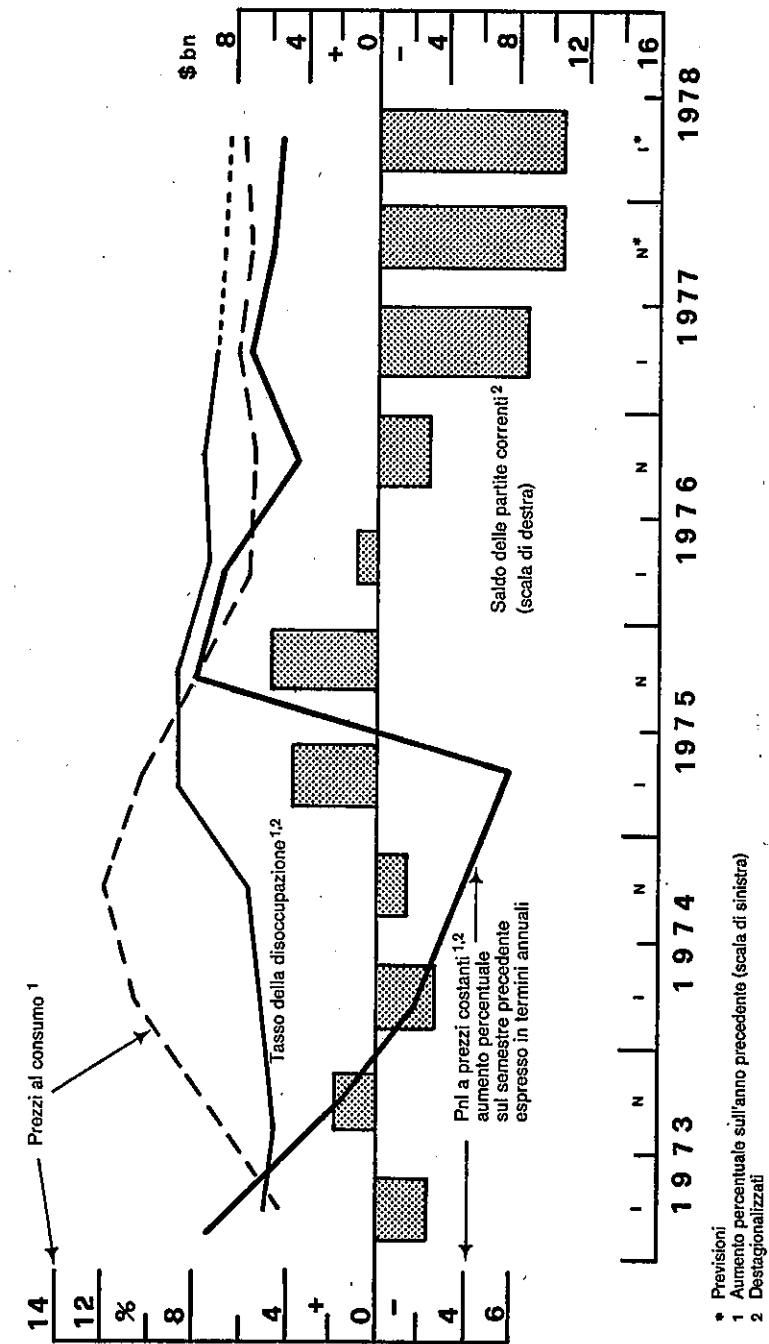
Il fatto saliente della crisi è che, pur essendo dal 1976 il reddito cresciuto ad un ritmo sostenuto, la disoccupazione tende ad essere riassorbita troppo lentamente.

A ciò si accompagna il fatto che nel 1975 gli investimenti fissi lordi privati erano a prezzi correnti all'incirca pari a quelli del 1973 (e quindi non sono stati nemmeno sufficienti a rimpiazzare il capitale deprezzato). Nel 1976 vi è stato un aumento del 15% circa in termini nominali; la tendenza all'aumento è continuata nel 1977, ma non si può ancora parlare di una vera e propria ripresa degli investimenti privati.

Sia la tendenza della disoccupazione a diminuire troppo lentamente, sia la timidezza del settore privato ad investire, dipendono in parte dalla elevata capacità inutilizzata ancora esistente, ma vi sono cause più profonde di carattere strutturale come la maggiore incertezza sui futuri andamenti dei prezzi relativi, ed il fatto che non è stata ancora delineata ed approvata una chiara politica energetica per gli anni futuri. A ciò

⁹ A mio avviso inoltre, la mancanza di gradualità nella restrizione, dopo l'aumento del prezzo del petrolio, è in contraddizione con la prima frase di Burns, sopra citata.

Fig. 1. Andamento del tasso di inflazione, della disoccupazione e del reddito nazionale a prezzi costanti negli Stati Uniti, dal 1973.



• Previsioni
 1 Aumento percentuale sull'anno precedente (scala di sinistra)
 2 Destagionalizzati

si aggiunge la politica monetaria e fiscale ancora tendenzialmente restrittiva.

Vi erano quindi, quando Carter entrò alla Casa bianca, e vi sono tuttora elementi di grossa incertezza sul futuro dell'economia americana.

L'elevato tasso di aumento della produzione industriale nella prima parte del 1977 (+5,1% nel primo trimestre del 1977 rispetto al primo del 1976, +6,2% nel secondo), ha reso meno violento il dibattito sulla politica monetaria e fiscale, ed anzi ha indotto il governo Carter ad una politica fiscale meno espansiva del previsto, in sede di approvazione del bilancio dello stato, poco dopo il suo insediamento. Nel terzo trimestre dell'anno, tuttavia, lo sviluppo dell'economia rallentava e alcuni indicatori si collocavano al ribasso, rendendo il dibattito più acceso e le critiche alla Federal Reserve più violente.

I punti centrali del dibattito riguardavano (e riguardano tuttora), da un lato la necessità di una politica fiscale più espansiva e di misure fiscali di agevolazione agli investimenti e dall'altro, se era opportuno o no far rientrare il tasso di aumento degli aggregati monetari, che da giugno eccedeva i limiti massimi, entro la fascia prefissata. Per quanto riguarda il secondo punto, la Fed ha scelto, dopo essersi resa conto che i livelli dei tassi a breve di fine luglio avrebbero comportato un forte sconfinamento degli aggregati monetari, di innalzare il livello del tasso sui « Federal Funds ».

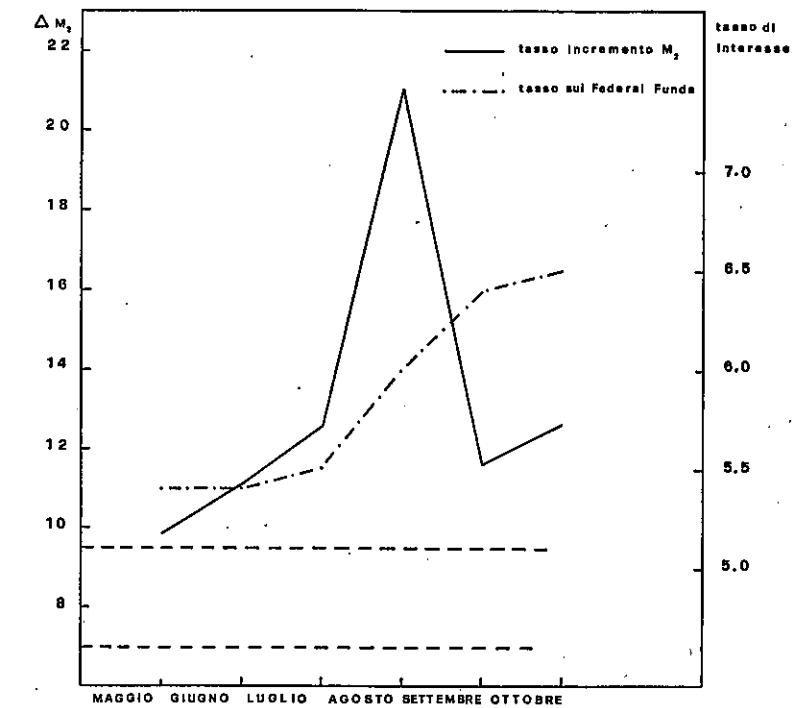
La figura 2 della pagina seguente mostra l'andamento dello stock di moneta definito in senso lato (M_2) rispetto alla fascia-obiettivo prefissata. Sullo stesso grafico è riportato il tasso di interesse sui « Federal Funds » che è stato spostato, come abbiamo detto, verso l'alto a partire da fine luglio.

Questa tendenza al rialzo dei tassi sembrava a molti inopportuna in un momento in cui l'andamento congiunturale si faceva più incerto.

Inoltre era presente il timore di ulteriori aumenti del tasso sui « Federal Funds » da parte della Fed per riportare gli aggregati monetari sotto i limiti prefissati¹⁰.

¹⁰ Occorre precisare che negli Stati Uniti i dati sugli aggregati monetari vengono pubblicati a cadenza settimanale ed il mercato attribuisce a questi dati un'importanza eccessiva, e forse maggiore della stessa Fed. Ogni spostamento settimanale, che può essere determinato da fattori accidentali o può essere collegato al metodo di destagionazione delle serie, genera aspettative di variazioni di tassi di interesse che rendono più complessa la gestione monetaria. Inoltre non è affatto detto che la domanda di moneta sia stabile a livello settimanale e sufficientemente stabile a livello mensile. Infine nel breve periodo i moltiplicatori della base monetaria possono essere soggetti ad oscillazioni. Ad esempio è possibile che l'aumento dei tassi di interesse di agosto e settembre abbia contribuito a far aumentare la quantità di moneta oltre i limiti prefissati, per l'effetto dell'aumento dei tassi di interesse sugli eccessi di riserve bancarie, e quindi sui moltiplicatori della base monetaria.

Fig. 2. Andamento percentuale di M_2 in Usa rispetto agli obiettivi prefissati (consistenze mensili/media IV trimestre 1976) e tasso di interesse sui Federal Funds. Dati di fine periodo.



In questo quadro si collocano anche alcune polemiche fra la Federal Reserve e l'amministrazione Carter, che hanno avuto anche dei riflessi sull'andamento del dollaro. L'amministrazione Carter, e lo stesso presidente, hanno criticato Burns per la politica seguita, vi sono stati anche velati ammonimenti, Burns ha risposto più volte con fermezza. Poi si procedeva a gettare acqua sul fuoco da ambo le parti dichiarando che non vi erano discordanze di obiettivi.

La posizione di Burns rimane la seguente: il tasso di sviluppo del reddito nazionale lordo previsto per il 1978 è circa il 4,5%, quindi ancora soddisfacente. Gli obiettivi monetari di medio-lungo periodo vanno rispettati per evitare aumenti dei tassi di interesse a lungo termine, i quali sono più importanti di quelli a breve per gli investimenti. È compito del governo creare un clima più favorevole per l'occupazione e gli investimenti mediante misure fiscali che favoriscano questi ultimi.

Quasi tutti sono oramai d'accordo che l'economia ha bisogno di

stimoli fiscali perché il sistema si muove verso la piena occupazione con troppa lentezza, ma vi sono disaccordi su quali stimoli fiscali adottare e in che misura.

Finora il governo Carter si è comportato nei riguardi della politica monetaria abbastanza passivamente, preferendo lasciar operare la Fed come meglio credeva, anche se almeno a parole vi sono state divergenze. Ma anche in materia fiscale, sia in sede di approvazione di bilancio subito dopo il suo insediamento, sia successivamente, la politica di Carter è stata abbastanza neutrale. Ciò non implica un giudizio negativo. Certo sarebbe stato possibile, mediante politiche di domanda aggregata, ottenere un riassorbimento più veloce della disoccupazione, ma credo che questo vantaggio di breve periodo sarebbe stato più che compensato da una maggiore inflazione e maggiore incertezza nel lungo periodo.

Ritengo che il dilemma fra disoccupazione e inflazione, che assilla l'America, vada risolto mediante politiche fiscali selettive e mediante scelte immediate e precise, riguardo alla ricerca di fonti alternative di energia ¹¹.

Le politiche fiscali selettive dovrebbero essere rivolte ad incentivare gli investimenti, a non ostacolare i mutamenti di fondo dei prezzi relativi, ed infine ad incidere sulla struttura del mercato del lavoro riducendo i costi di informazione e incentivando la qualificazione del fattore lavoro. Non escluderei anche stimoli fiscali rivolti ad aumentare il reddito disponibile delle famiglie, soprattutto se la previsione che nel 1978 il reddito reale crescerà al ritmo del 4,5-5% dovesse risultare troppo ottimistica.

Tuttavia, nel mettere in atto tali politiche fiscali è assolutamente necessario mantenersi entro certi limiti, in modo da non ostacolare il raggiungimento degli obiettivi monetari prefissati.

I prossimi mesi saranno comunque decisivi, sia perché si deve definire la politica energetica, sia perché occorre prendere misure fiscali adeguate, sia perché scade il mandato di Burns, e Carter dovrà nominare il suo successore.

La politica monetaria e l'andamento del dollaro negli ultimi mesi

In questa ultima parte dell'intervento intendo analizzare l'andamento del dollaro nell'anno in corso, mettendone in risalto la connessione

¹¹ Una chiara politica energetica fornirebbe un quadro più certo al settore privato americano, per quanto riguarda i grossi investimenti da fare. Consentirebbe anche al governo americano di mettere in atto al più presto investimenti ad alto potenziale moltiplicativo.

con la politica monetaria seguita dagli Stati Uniti.

Negli ultimi 12 mesi il cambio effettivo del dollaro si è svalutato dell'1,8%, ma nei confronti dello yen, del franco svizzero, del marco tedesco e della sterlina il deprezzamento è stato molto più lento (si veda la tab. 1). marcato

TAB. 1. *Variazioni percentuali di alcune importanti valute rispetto al dollaro (dati di fine mese).*

	ottobre 1977 luglio 1977	ottobre 1977 aprile 1977	ottobre 1977 ottobre 1976
Yen giapponese	5.94	9.90	14.81
Franco svizzero	6.90	11.30	8.08
Marco tedesco	1.03	4.01	5.86
Lira sterlina	2.26	3.33	10.62
Lira italiana	0.15	0.73	-1.89

Fonte: Banca d'Italia.

La tendenza al rialzo di queste valute si è inoltre accentuata nell'ultimo trimestre e soprattutto nel mese di ottobre. Il grafico 3 mostra ad esempio l'andamento settimanale del marco tedesco rispetto al dollaro. Esso mette in risalto le brusche cadute del dollaro nei mesi di luglio e di ottobre.

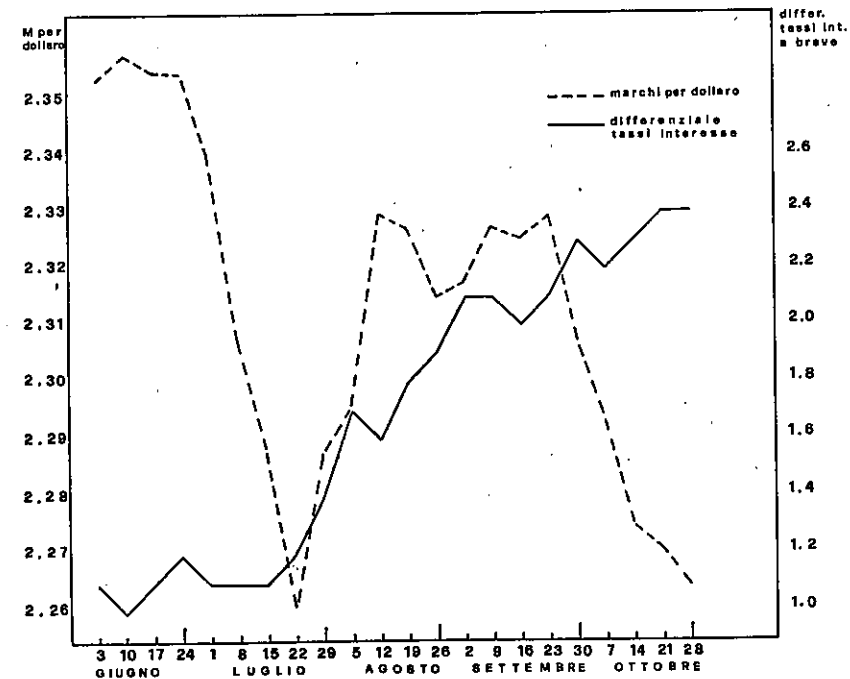
Il differenziale corrente o atteso dei tassi di inflazione tedesco e americano, che attualmente si aggira intorno al 2%, non giustifica un tale slittamento. Esso va piuttosto messo in relazione con aspettative sfavorevoli sul futuro del dollaro, generate dall'enorme disavanzo commerciale statunitense (30 miliardi di dollari circa per il 1977 e quasi altrettanti per il 1978). Né le partite correnti presentano un quadro molto più favorevole (circa 18 miliardi di dollari previsti per il 1977). In alcuni ambienti si ritiene, infatti, che il riassorbimento o la riduzione di tale disavanzo richieda un deprezzamento del dollaro. A questo si aggiunge il fatto che gli aggregati monetari hanno iniziato nel periodo giugno-luglio a crescere al di sopra del limite massimo prefissato (si veda la fig. 2). Come già accennato nel 1° paragrafo, in regime di cambi flessibili, la politica monetaria ha un effetto molto netto sul tasso di cambio, particolarmente se i capitali finanziari sono molto mobili e la sua efficacia sul livello del reddito e l'occupazione, dimostrata da Mundell, deriva proprio dal deprezzamento.

Un deprezzamento eccessivo del dollaro avrebbe però grosse implicazioni internazionali: aumenterebbe l'incentivo per i paesi dell'Opec

ad alzare il prezzo del petrolio, e ridurrebbe il benefico effetto del disavanzo commerciale americano sulle economie occidentali e dei paesi in via di sviluppo, soprattutto di quelle che, come l'Italia hanno dei vincoli di bilancia dei pagamenti.

Per evitare tali conseguenze, ma soprattutto per riportare lo sviluppo degli aggregati monetari entro i limiti prefissati, i tassi a breve sono stati aumentati notevolmente e la crisi del dollaro di fine luglio è stata riassorbita (si veda la fig. 3).

FIG. 3. *Marchi per dollaro e differenziale tassi di interesse a breve termine tra Stati Uniti e Germania federale («Federal Funds» per gli Stati Uniti e fondi a 3 mesi per la Germania federale).*



Alcuni osservatori hanno addirittura avanzato l'ipotesi che gli Stati Uniti abbiano volutamente ritardato, in giugno e luglio, l'aumento dei tassi di interesse a breve, e abbiano lasciato quindi cadere il dollaro, per costringere la Germania ed il Giappone a rivalutare le loro monete o a prendere misure *deflazionistiche*. Tali misure sono state poi prese in settembre sia dalla Germania che dal Giappone, ma sono da tutti considerate piuttosto blande. La scelta di non stimolare a sufficienza le proprie economie, ed il conseguente rifiuto ad accettare la tesi

delle tre locomotive, caldeggiata con consapevolezza dagli Stati Uniti, ha causato in ottobre un nuovo apprezzamento del marco (si veda la fig. 3), ma soprattutto dello yen e del franco svizzero.

Ritengo nel complesso che, anche se il dollaro resterà debole per qualche mese ancora, esso dovrebbe rafforzarsi in seguito, soprattutto per effetto dello sviluppo dell'economia americana. Questa previsione si basa tuttavia sull'approvazione e messa in atto di un piano energetico serio e sul rispetto degli obiettivi monetari prefissati dalla Fed, tutti elementi ancora incerti.

Concludendo e riassumendo, ritengo che la congiuntura nel mondo occidentale ricaverrebbe benefici effetti, se la politica fiscale americana diventasse più espansiva, mentre il beneficio sarebbe più modesto e forse nullo, se il governo Carter decidesse di stimolare l'economia americana, mediante una politica monetaria più espansiva. Questo perché in regime di cambi flessibili, un dollaro indebolito da eccessi di creazione di moneta, tenderebbe a far assorbire più in fretta il disavanzo commerciale americano, riducendo lo stimolo per l'Europa. Mi sembra quindi che la teoria delle tre locomotive sia valida, a condizione che lo stimolo nei 3 paesi che potrebbero accelerare la ripresa occidentale, provenga da misure fiscali espansive e non da misure monetarie. Come già osservato alla fine del paragrafo precedente una politica fiscale più espansiva, specialmente se selettiva, sarebbe anche più adatta per il raggiungimento degli attuali obiettivi interni in questi paesi: un caso in cui il conflitto fra obiettivi interni ed esterni è ridotto al minimo.