

**PROVISIONAL DRAFT.** Final version published in Brancaccio, E. (2008). [Deficit commerciale, crisi di bilancio e politica deflazionista](#). Studi Economici, n. 96, 3.

## **DEFICIT COMMERCIALE, CRISI DI BILANCIO E POLITICA DEFLAZIONISTA**

Emiliano Brancaccio \*

*DASES – Università del Sannio*  
*Via delle Puglie 82*  
*82100 Benevento (Italy)*  
[emiliano.brancaccio@unisannio.it](mailto:emiliano.brancaccio@unisannio.it)

### ***1. L'interpretazione di Blanchard e Giavazzi degli squilibri europei***

E' passato ormai quasi un ventennio dalla caduta del muro di Berlino e dalla crisi sovietica, vale a dire dal verificarsi di quelle che sono state da più parti considerate le premesse politiche per il lancio dell'Unione monetaria europea. Nel corso del periodo in molti si sono interrogati sulla effettiva sostenibilità di questa inedita creatura istituzionale. E la recente crisi finanziaria ed economica mondiale ha accresciuto le preoccupazioni in merito ai possibili effetti e contraccolpi sulla tenuta dell'area dell'euro. Le indagini si sono soffermate principalmente sull'esistenza o meno di forze capaci di contenere le divergenze nei tassi di crescita del reddito e nelle bilance commerciali tra i paesi membri dell'Unione monetaria. L'avvento dell'euro ha infatti coinciso

---

\* Una versione preliminare del lavoro è stata presentata a un seminario del 14 aprile 2008 organizzato dal Centro Sraffa, a Roma. Ringrazio Sergio Cesaratto, Roberto Ciccone, Guglielmo Forges Davanzati, Pierangelo Garegnani, Sergio Levrero, Antonella Palumbo, Fabio Petri, Antonella Stirati e gli altri partecipanti al seminario per gli utili commenti. Ringrazio inoltre Augusto Graziani per aver letto e valutato una bozza provvisoria del saggio. Un particolare ringraziamento va a Domenico Suppa e a Daniela Marconi per il fondamentale contributo alla realizzazione dell'appendice statistica. Naturalmente ogni responsabilità per eventuali errori e per le opinioni riportate resta esclusivamente a carico dell'autore.

con la pressoché totale apertura dei mercati europei e con l'ulteriore restringimento dei margini di manovra sulle principali variabili macroeconomiche e strutturali: dal bilancio pubblico, alla moneta, al tasso di cambio, alla politica industriale selettiva. Di fronte a questo doppio fenomeno, di maggiore integrazione economica e di minori margini di azione politica, ci si è quindi domandati se l'Unione contempra al suo interno dei meccanismi automatici in grado di assorbire gli squilibri tra i paesi che tendono all'avanzo e i paesi che tendono al disavanzo commerciale. Ebbene, i dati a questo riguardo non appaiono incoraggianti. Mettendo a confronto i saldi delle partite correnti della Germania da un lato e dei quattro paesi del Sud Europa dall'altro, si rileva una tendenza all'ampliamento dei surplus dell'una e dei deficit degli altri proprio a partire dagli anni in cui l'Unione monetaria è andata formandosi. In particolare, dal 1998 al 2007 la Germania è passata da una situazione di sostanziale equilibrio a un avanzo delle partite correnti pari a circa il 5% del Pil; nel medesimo periodo l'Italia è passata da un avanzo di oltre un punto di Pil a un disavanzo di circa due punti e mezzo; e la Spagna, il Portogallo e la Grecia hanno accumulato passivi delle partite correnti nell'ordine dei dieci punti percentuali.<sup>1</sup>

Nonostante queste evidenze, per molto tempo sul versante del *mainstream* neoclassico ha goduto di larghi consensi una visione alquanto ottimistica sui destini dell'Unione, ben rappresentata da un influente lavoro di Blanchard e Giavazzi (2002). I due autori hanno realizzato un modello di equilibrio parziale intertemporale con mercati futuri completi rappresentativo di una piccola economia aperta, e lo hanno proposto come possibile interpretazione di una serie di dati empirici relativi ai paesi dell'Unione. Sulla base di questa analisi, Blanchard e Giavazzi hanno sostenuto che l'allargamento degli squilibri commerciali che ha accompagnato la costituzione della moneta unica dovrebbe essere considerato un fenomeno non preoccupante ma virtuoso, ascrivibile alla maggiore integrazione finanziaria tra i paesi dell'Unione. Il presupposto teorico di questa posizione verte sulla tradizionale teoria neoclassica della crescita, e in particolare sull'idea che esistano meccanismi spontanei di convergenza tra le economie a più alto reddito e le economie a più basso reddito. In base all'impianto neoclassico standard, infatti, i paesi caratterizzati da un minor livello del prodotto procapite dovrebbero pure essere quelli nei quali il capitale scarseggia maggiormente e viene pertanto remunerato meglio. Queste nazioni sarebbero

---

<sup>1</sup> Si tenga presente che si riscontrano tendenze analoghe se ai saldi delle partite correnti si sostituiscono i saldi delle bilance commerciali, ed anche qualora l'analisi venga effettuata non sulle transazioni totali ma sui soli scambi intra-europei. Cfr. IMF (2007a).

quindi destinate ad attirare e ad accumulare capitale, a veder crescere più rapidamente la produttività del lavoro e a godere in futuro di una maggiore crescita del reddito e di una conseguente, maggiore capacità di ricevere prestiti e di rimborsarli.<sup>2</sup> In base a questa visione, Blanchard e Giavazzi hanno sostenuto che l'ampliamento dei deficit commerciali dei paesi europei caratterizzati da un basso reddito procapite non dovrebbe costituire un motivo di inquietudine né quindi dovrebbe richiedere interventi politici correttivi. E' pur vero infatti che Portogallo, Grecia, Spagna e con un lieve ritardo anche l'Italia hanno visto aumentare i loro disavanzi esteri. Tuttavia, secondo i due autori, questi squilibri non rappresentano dei reali sintomi di instabilità sistemica, ma al contrario riflettono il forte potenziale di crescita di questi paesi, e la conseguente possibilità per essi di sfruttare al meglio i canali di indebitamento con l'estero creati dalla maggiore integrazione finanziaria europea. Secondo i due autori, insomma, gli attuali squilibri denotano semplicemente la piena maturità dei processi di integrazione europea e la fine conseguente del famigerato "Feldstein-Horioka puzzle", vale a dire di quella evidenza che per lungo tempo aveva segnalato una stretta correlazione tra risparmi e investimenti nazionali, pur in condizioni di apertura formale dei mercati finanziari (Feldstein e Horioka 1980).<sup>3</sup> Il messaggio di Blanchard e Giavazzi può dunque esprimersi nell'idea che non bisogna temere i deficit commerciali delle nazioni del Sud Europa: essi rappresentano un segnale del fatto che l'integrazione e l'efficienza dei mercati finanziari europei è stata pienamente raggiunta, e che sussistono quindi fondati motivi per essere ottimisti sul futuro dell'unione monetaria e dello sviluppo europeo.

Bisogna precisare che non tutti, all'interno del *mainstream*, si sono lasciati sedurre dalla interpretazione degli squilibri commerciali avanzata da Blanchard e Giavazzi.<sup>4</sup> Tra i motivi di questa diffidenza vi possono essere le perplessità verso l'uso di ipotesi teoriche troppo restrittive all'interno del loro modello, come ad esempio il carattere intertemporale dell'equilibrio da essi esaminato. Inoltre, con il passare degli anni ci si è trovati a fare i conti con troppe evidenze empiriche avverse alla lettura dei due autori. In particolare, il progressivo acuirsi degli squilibri commerciali europei ha indotto vari esponenti dell'ortodossia a sollevare dei dubbi sulla capacità del mercato

---

<sup>2</sup> Per una panoramica sulla convergenza nell'ambito della teoria neoclassica della crescita, cfr. Barro e Sala-i-Martin (1995).

<sup>3</sup> In ambito neoclassico si è spesso ritenuto che il "puzzle" emerga laddove i processi di integrazione dei mercati non abbiano ancora raggiunto la loro piena maturazione. Una volta che i mercati si siano perfettamente integrati la correlazione tra risparmi e investimenti nazionali dovrebbe venir meno, dal momento che si può ricorrere al finanziamento estero delle spese interne.

<sup>4</sup> Tra gli scettici, cfr. Buitier (2002).

finanziario di prevedere gli effettivi margini di crescita dei redditi dei debitori e le loro conseguenti possibilità di rimborso. In quest'ottica non si è più considerato il disavanzo estero come una sicura espressione del potenziale di crescita del reddito nazionale, e si è invece sostenuta la tesi secondo cui il deficit commerciale di un paese potrebbe più banalmente rappresentare il riflesso di una scarsa competitività nazionale, e di una difficoltà di adeguamento macroeconomico ad essa. Si è detto, in tal senso, che salari troppo alti determinano costi per unità di prodotto elevati, prezzi elevati rispetto all'estero e quindi maggiori importazioni e minori esportazioni. Se poi si esclude piena capacità di previsione futura e si ritiene che i vincoli istituzionali all'indebitamento siano blandi, può accadere che venga finanziata una eccessiva spesa in deficit, e che questa accresca la domanda nazionale e di conseguenza anche le importazioni oltre la capacità di produzione sia corrente che futura, e quindi oltre le possibilità di rimborso dei debiti contratti. Da un punto di vista teorico questa interpretazione sembra riflettere un desiderio di ritorno ai vecchi modelli neoclassici di equilibrio temporaneo. Ad ogni modo, i suoi sostenitori sono giunti alla conclusione, più o meno esplicita, che per assorbire il disavanzo commerciale bisognerebbe in prima istanza ridurre i salari e la spesa in deficit, specialmente la spesa pubblica. Al successo di questa diversa e maggiormente problematica lettura *mainstream* della situazione europea hanno contribuito influenti studiosi neoclassici come Roubini (2007ab) ed altri, e alla fine lo stesso Blanchard (2006, 2007) sembra averne subito nuovamente il richiamo.

C'è infine una ulteriore evidenza avversa all'analisi di Blanchard e Giavazzi. Il modello adoperato dai due economisti del MIT di Boston si basa sull'idea che a un elevato deficit estero debba corrispondere l'aspettativa di una elevata crescita della produttività del lavoro e quindi anche del reddito e delle possibilità di pagamento futuro dei debiti. Ma i dati, come vedremo anche in seguito, hanno rivelato che i paesi del Sud Europa - caratterizzati da una spiccata tendenza al disavanzo nei conti esteri - presentano una crescita della produttività decisamente modesta rispetto agli altri paesi membri. Questa evidenza sembra avere rinnovato l'interesse degli economisti ortodossi verso una interpretazione degli squilibri europei particolarmente pessimistica: si tratta dell'analisi di Krugman (1995) che, pur restando nell'alveo dell'impianto tradizionale neoclassico, se ne distanzia parzialmente in base all'ipotesi di rendimenti di scala crescenti. Questa ipotesi riflette l'idea che nei paesi cosiddetti "centrali", caratterizzati da una migliore organizzazione dei capitali e da più elevate dimensioni d'impresa, si registreranno incrementi di produttività sempre più alti rispetto a quelli che si rilevano nelle "periferie" dell'Unione monetaria. Il che potrebbe dare luogo a fenomeni di divergenza,

di squilibrio e di conseguente “mezzogiornificazione” di vaste aree del continente europeo.

## **2. Una interpretazione “critica” dei disavanzi esteri**

Anche nell’ambito della impostazione neoclassica, dunque, le preoccupazioni sulla tenuta futura dell’Unione monetaria sembrano aver preso il posto dell’iniziale ottimismo. Addirittura, c’è chi si è spinto ad evocare scenari di vera e propria disgregazione, come quello di un’Italia fuori dall’area euro entro pochi anni ed esposta ad un “rischio Argentina”, vale a dire al pericolo di un fallimento generalizzato (Roubini 2005). Simili inquietudini costituiscono a nostro avviso un segnale di maggiore adesione ai dati da parte del *mainstream*. Esse tuttavia non rappresentano di per sé delle ragioni sufficienti per condividere la logica di tali più recenti interpretazioni. Queste infatti derivano comunque da impianti concettuali di tipo ortodosso, e quindi risultano esposte alle consuete critiche che nel corso del Novecento sono state rivolte all’approccio neoclassico. Basti pensare che non solo il modello di Blanchard e Giavazzi, ma pure le analisi di Roubini e Krugman si basano in termini più o meno espliciti sulla tesi dell’esistenza di un equilibrio “naturale” di disoccupazione, vale a dire una situazione di utilizzo delle risorse disponibili che può esser considerata “ottimale”, tenuto conto delle eventuali imperfezioni e asimmetrie del mercato. Più in generale, si può dire che tutte le interpretazioni del *mainstream* traggono ispirazione dal paradigma della scarsità e della utilità che contraddistingue la teoria neoclassica.<sup>5</sup>

Se dunque si contesta il paradigma neoclassico, e in particolare la tesi dell’equilibrio “naturale”, si rende allora necessario esaminare le dinamiche

---

<sup>5</sup> Sia nelle sue versioni di base sia in quelle che contengono l’esistenza di imperfezioni di mercato e asimmetrie informative, l’analisi neoclassica determina prezzi e quantità di equilibrio partendo dalle dotazioni di risorse e dalle preferenze degli agenti economici, data la tecnologia disponibile. Sulla base di un programma di massimizzazione delle preferenze, sotto il vincolo delle risorse disponibili e di eventuali imperfezioni e asimmetrie, vengono così a determinarsi dei prezzi di equilibrio, i quali assumono il carattere di indici di scarsità delle dotazioni in rapporto alle rispettive domande. L’equilibrio così determinato è dunque da considerarsi “ottimale”, dati i vincoli esistenti. Sia per le versioni “pure” che per quelle cosiddette “imperfezioniste”, si può dunque parlare di un comune paradigma della scarsità delle risorse e della utilità degli agenti alla base dell’approccio neoclassico. Cfr. tra gli altri Brancaccio (2006, 2009b).

interne all'Unione monetaria da un punto di vista logico alternativo. In questa sede adotteremo uno schema di analisi le cui radici concettuali risiedono nei contributi di teoria critica del Novecento<sup>6</sup> e che per il caso europeo risulta essere stato applicato, tra gli altri, da Graziani (2002). Alla luce di questa diversa chiave di lettura ci accingiamo dunque a fornire una interpretazione alternativa dei dati empirici relativi agli squilibri commerciali europei. In particolare, cercheremo un supporto empirico alla seguente catena argomentativa. In primo luogo, sosteneremo che i paesi cosiddetti "centrali", caratterizzati da una superiore organizzazione dei capitali e da maggiori dimensioni d'impresa, si caratterizzano per una dinamica più sostenuta della produttività rispetto ai paesi cosiddetti "periferici". In secondo luogo, rileveremo rispetto al passato una maggiore convergenza tra le retribuzioni monetarie dei paesi "centrali" e quelle dei paesi "periferici". Sosteneremo quindi che questo doppio fenomeno, di divergenza delle produttività e di relativa convergenza dei salari monetari, dovrebbe ampliare il divario tra i costi di produzione e dovrebbe quindi condurre a un allargamento degli squilibri commerciali europei, con i paesi "centrali" ad accumulare avanzi e le "periferie" afflitte da una sistematica tendenza al disavanzo estero.

In effetti la sequenza appena descritta sembra trovare dei riscontri in alcune nostre elaborazioni di dati empirici relativi all'Europa tratti dal database dell'OECD.<sup>7</sup> Sulla base delle classificazioni OECD, definiamo la produttività totale del lavoro in termini reali come rapporto tra l'output nominale deflazionato e il numero di ore di lavoro della popolazione totale occupata in un anno in un dato paese. Dai dati disponibili si rileva che nell'ultimo decennio le produttività reali del lavoro dei paesi dell'Unione monetaria hanno fatto registrare una moderata tendenza a divergere tra loro. In particolare, come avevamo anticipato, è andato progressivamente consolidandosi il distacco tra la produttività media dei dodici e le ben più modeste produttività dei quattro paesi del Sud Europa: Italia, Spagna, Portogallo e Grecia.<sup>8</sup> Questi andamenti sembrano inoltre avvalorare

---

<sup>6</sup> Brancaccio (2009a).

<sup>7</sup> Laddove non diversamente specificato, tutte le rilevazioni che seguono costituiscono nostre elaborazioni di dati tratti da <http://stats.oecd.org/wbos>.

<sup>8</sup> E' opportuno precisare che la caduta relativa della produttività dell'Italia e delle altre periferie europee sembra verificarsi in ogni caso, indipendentemente dal tipo di misura adottata (sia essa deflazionata o nominale) e indipendentemente dal fatto che l'analisi sia effettuata sull'output totale o sulla sola produzione manifatturiera. Ad esempio, se si adopera la misura OECD della produttività in termini reali (cioè data dall'output nominale deflazionato, diviso per il totale delle ore di lavoro della popolazione totale occupata) si ottiene che tra il 1996 e il 2006 la dispersione tra i paesi dell'Unione – misurata dal coefficiente di variazione al quadrato - è aumentata

l'esistenza di un nesso tra maggiori dimensioni d'impresa e più alta produttività del lavoro. Potremmo dire cioè che i paesi caratterizzati da imprese più grandi riescono a conseguire un maggior prodotto per ora lavorata rispetto ai paesi contraddistinti da una maggiore frammentazione dei capitali e da minori dimensioni medie aziendali.<sup>9</sup> A questa evidenza occorre poi aggiungere un altro elemento per completare il quadro analitico. Esso attiene all'andamento della contrattazione salariale nei vari paesi europei. Va detto, in proposito, che le retribuzioni monetarie dei lavoratori dei vari paesi membri hanno mostrato una convergenza tra loro, al di là di quella indotta dall'adozione di una moneta comune.<sup>10</sup>

Una volta noti gli andamenti delle retribuzioni e della produttività, è possibile esaminare anche il loro rapporto: vale a dire, il costo del lavoro per unità di prodotto (detto CLUP). Ebbene, poiché la convergenza delle retribuzioni ha finora prevalso sulla divergenza delle produttività, il risultato è consistito in una convergenza dei costi unitari del lavoro dei vari paesi

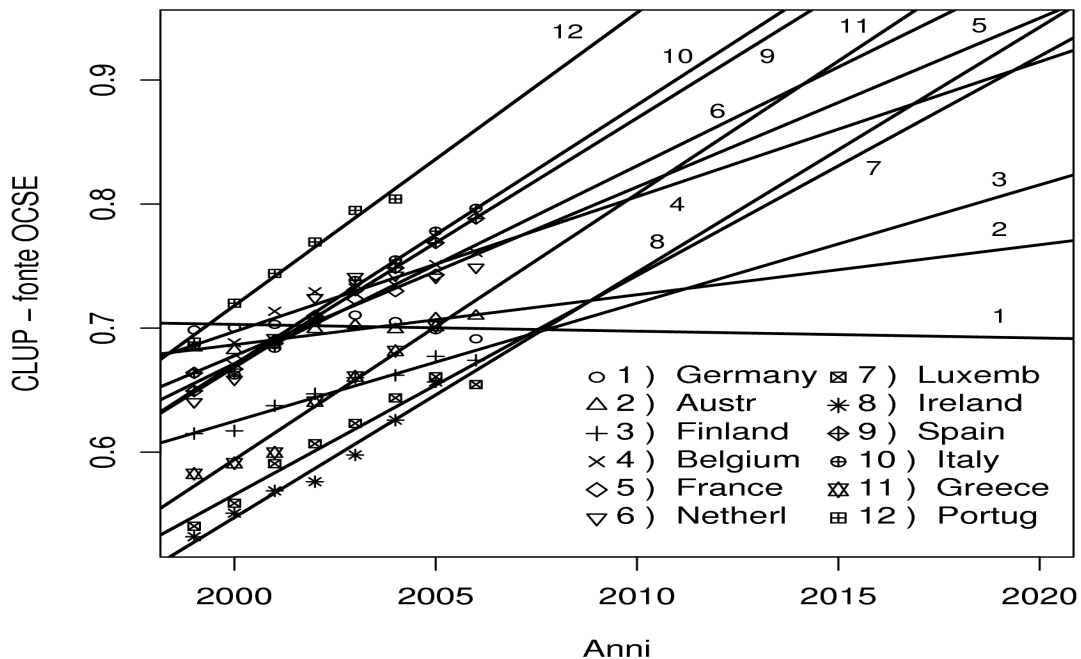
---

da circa 0,04 a circa 0,06. Ma ancora più forte è l'aumento della dispersione tra i quattro paesi del Sud Europa e tutti gli altri. Ad esempio, tra il 1996 e il 2006 il divario tra produttività oraria tedesca e italiana è passato da 5 a 10 punti percentuali. Inoltre, un risultato del tutto analogo può essere ricavato dalla misura della produttività in valore, intesa come rapporto tra valore nominale della produzione nazionale e numero degli occupati. Se si prendono i dati OECD sulla produttività nominale nel settore manifatturiero, si rileva che tra il 1996 e il 2006 il divario tra Germania e Italia è praticamente raddoppiato, passando da circa 8 punti (30,58 contro 22,11) a circa 16 punti (43,67 contro 27,8). Più in generale, anche nel caso della produttività in valore nel settore delle manifatture, si registra un allargamento della forbice tra i paesi del Sud Europa e tutti gli altri membri dell'Unione monetaria. Sembra dunque smentita l'opinione che in Italia starebbe verificandosi un salto strutturale verso produzioni ad alto valore aggiunto e che di conseguenza, sebbene la produttività fisica possa addirittura diminuire, quella in valore sia in crescita.

<sup>9</sup> La relazione tra dimensioni d'impresa e produttività del lavoro trova diversi riscontri, teorici ed empirici. Per l'Italia, si vedano Onida (2004) e ISTAT (2007). Tali evidenze non sembrano offrire sostegno al convincimento tuttora diffuso che la cosiddetta "via italiana" allo sviluppo capitalistico, fondata sui sistemi a rete e sui distretti, possa essere ancora considerata una soluzione di successo. Stando ai dati si potrebbe anzi ritenere che questa idea, molto in voga negli anni '80 e '90, abbia contribuito a ritardare i processi di riorganizzazione dei capitali nazionali e di crescita dimensionale delle imprese.

<sup>10</sup> La dispersione delle retribuzioni monetarie orarie totali nei paesi dell'Unione monetaria europea, misurata dal coefficiente di variazione al quadrato, passa da oltre 0,1 nel 1995 a 0,06 nel 2005.

dell'Unione,<sup>11</sup> la quale ha fortemente danneggiato i paesi cosiddetti "periferici" del Sud Europa. Infatti, questi paesi negli ultimi anni hanno visto crescere notevolmente i loro costi unitari, fino a raggiungere e a superare quelli della Germania e degli altri paesi cosiddetti "centrali" dell'Unione. Inoltre, è possibile che in futuro i costi unitari dei paesi del Sud Europa tendano ad aumentare ulteriormente, allontanandosi sempre di più dai costi degli altri paesi. Avanziamo a questo riguardo una ipotesi preliminare sui possibili andamenti prospettici dei costi. Il grafico che segue descrive l'andamento effettivo dei costi fino al 2007, e poi la loro proiezione lineare per gli anni successivi. Osservando gli andamenti, si comprende che se le dinamiche dell'ultimo decennio venissero in futuro anche solo parzialmente confermate, la tendenza centrifuga tra i costi in seno all'Unione potrebbe assumere proporzioni eccezionali (Fig. 1).



<sup>11</sup> Il coefficiente di variazione al quadrato dei costi del lavoro per unità prodotta dei paesi dell'Unione è passato da circa 0,05 del 1990 a circa 0,01 del 2006.



**Fig. 1**

Naturalmente le dinamiche prossime venture potrebbero assumere andamenti non sintetizzabili da una mera proiezione lineare. Tuttavia, il grafico mostra con una certa chiarezza che se anche i costi mantenessero solo in parte le rotte degli ultimi anni, le divergenze potrebbero risultare difficilmente sostenibili e diventerebbe lecito attendersi un ulteriore allargamento degli squilibri nei conti esteri dei vari paesi.<sup>12</sup> In assenza dunque di cambiamenti significativi rispetto alle dinamiche dell'ultimo decennio, sembra ragionevole prevedere un ampliamento dei divari commerciali tra i paesi dell'Unione monetaria. In particolare, a meno di immaginare delle severe politiche di restrizione della domanda, del reddito e delle importazioni, saranno i paesi del Sud Europa a registrare i deficit commerciali più consistenti. Questi paesi risultano infatti caratterizzati da una più bassa crescita della produttività del lavoro, da costi e prezzi relativi sempre più alti, e quindi dovrebbero tendere più facilmente degli altri ad accumulare disavanzi con l'estero.

---

<sup>12</sup> Nell'ambito della impostazione critica i nessi causali tra prezzi relativi e conti esteri sono più complessi e sotto certi aspetti più difficili da determinare rispetto a quelli tipici dell'analisi neoclassica. Tuttavia la loro plausibilità non viene negata, né sul piano teorico né su quello empirico. A tale riguardo, c'è una vasta serie di analisi statistiche i cui risultati non sono vincolati all'accettazione di ipotesi neoclassiche e che in generale confermano l'esistenza di correlazioni significative tra incrementi dei prezzi relativi da un lato, e ampliamento del deficit estero dall'altro. Tali legami risultano oltretutto ribaditi anche dai test di correlazione sul nesso tra costi unitari e bilancia commerciale, effettuati sui paesi dell'Unione monetaria europea. Le regressioni confermano in larga prevalenza il segno atteso e risultano in generale caratterizzate da un grado apprezzabile di significatività. Si vedano gli OECD Economic outlooks e gli IMF staff papers degli ultimi anni (Drummond et al. 2006). In letteratura viene quindi confermata per i paesi OECD la correlazione negativa tra costo unitario e saldo commerciale, al limite con una significatività decrescente al crescere del reddito procapite del paese esaminato. Cfr. Carlin, Glyn, Van Reenen (2001). Il legame è dunque al limite asimmetrico, e potrebbe anche per questo avere ripercussioni negative soprattutto sui paesi in deficit. In ogni caso però esso sembra trovare numerose conferme. Si badi oltretutto che questi risultati sono stati ottenuti facendo riferimento ai soli costi, il che significa che essi risulterebbero ancor più evidenti se le stime venissero effettuate esaminando direttamente i prezzi (la ragione è semplice: la dinamica dei costi unitari potrebbe essere compensata da un andamento contrario dei margini di profitto, il che evidentemente non può avvenire per i prezzi).

#### **4. I conti esteri “dominano” sui conti pubblici**

Quali potrebbero essere gli effetti di una progressiva espansione dei disavanzi esteri? Una possibilità è che tali disavanzi a loro volta sfocino in una crisi del debito, e in particolare in una crisi del bilancio pubblico. Si noti la sequenza causale che viene qui suggerita: è l’andamento dei conti esteri che può provocare una crisi dei conti pubblici. In un certo senso cioè i primi potrebbero “dominare” i secondi. Questa tesi non è nuova, dal momento che varie ricerche hanno evidenziato il ruolo del disavanzo estero nella determinazione della sostenibilità dei bilanci statali.<sup>13</sup> Essa comunque pare trovare un riscontro anche in un nostro test sulla sensibilità dei differenziali dei tassi d’interesse rispetto all’andamento dei conti pubblici e dei conti esteri. Abbiamo infatti rilevato che i differenziali tra i tassi sui titoli pubblici italiani e i tassi sui titoli pubblici tedeschi risultano statisticamente molto più sensibili alla dinamica della bilancia commerciale italiana che a quella del bilancio statale italiano. In particolare, abbiamo rilevato che la variazione dello *spread* tra i tassi sui titoli pubblici – sia a breve che a più lungo termine - di Germania e Italia risulta sensibile alle variazioni del saldo estero italiano in rapporto al Pil con una significatività superiore all’uno per mille, mentre non risulta significativo il parametro di sensibilità dello *spread* alle variazioni del deficit pubblico nazionale in rapporto al Pil. Rinviamo a tale riguardo alla *Appendice* del presente articolo.

Una possibile spiegazione di questo risultato è la seguente. Come è noto, l’unica circostanza in cui sia lecito attendersi una vendita in massa di titoli pubblici è quella in cui sia diffusa la previsione di una caduta del loro valore futuro. Ora, nell’ambito della teoria critica, i motivi per cui una previsione del genere potrebbe imporsi sono i più svariati, inclusa un’iniziativa coordinata dei cosiddetti “large players” sul mercato finanziario internazionale.<sup>14</sup> Tuttavia, nemmeno il potere di mercato dei grandi operatori

---

<sup>13</sup> Si veda ad esempio Manasse e Roubini (2005).

<sup>14</sup> L’ipotesi che il mercato finanziario possa essere contraddistinto da una struttura non concorrenziale non costituisce più una prerogativa della sola teoria critica. Anche nell’ambito del mainstream vanno diffondendosi analisi dedicate al potere di mercato

finanziari potrà ritenersi infinito. In generale è lecito ritenere che essi si collochino a mezza strada tra l'attività del "fare" e l'attività del "prevedere" gli andamenti del mercato. Il che significa che la loro decisione di coordinare un attacco speculativo non sarà arbitraria, ma avverrà solo in particolari circostanze, ossia quando si creino condizioni esogene favorevoli per una scommessa con guadagno atteso positivo o al limite nullo. Si pone allora il problema di capire in quali casi specifici tali condizioni possono venirsi a determinare. A questo riguardo, specialmente in Italia, si tende a richiamare l'attenzione sul pericolo di una crisi dei conti pubblici in quanto tali, cioè senza influenze esterne: vale a dire una crisi fiscale dello Stato derivante da una cattiva gestione del bilancio, da un deficit pubblico eccessivo e da una sopravvenuta incapacità di rimborso dei debiti. Minore attenzione sembra invece essere rivolta alla possibilità che la perdita di competitività nazionale e la tendenza al deficit estero accrescano le aspettative di un abbandono della moneta unica e di un conseguente deprezzamento dei titoli nazionali, e quindi spingano ad una vendita in massa degli stessi. Eppure, tra i due casi, il nostro test statistico sembrerebbe indicare un'attenzione maggiore degli operatori al deficit estero rispetto al deficit pubblico in quanto tale. Con ciò non si vuole ovviamente negare rilevanza ai livelli, assoluti e relativi, del debito e del deficit pubblico. Tuttavia il test sembra suggerire che un deprezzamento dei titoli nazionali causato dallo sganciamento dall'euro potrebbe rappresentare l'eventualità ritenuta più probabile dagli operatori finanziari. Il che in fondo appare logicamente giustificabile. L'espansione del deficit estero in rapporto al reddito è un indice di deterioramento delle quote di mercato spettanti all'industria nazionale. Essa quindi può suscitare reazioni politiche avverse, le quali potrebbero cercare sbocco in una richiesta di abbandono dell'unione monetaria e di deprezzamento. Non si può dire invece lo stesso del deficit pubblico, il cui aumento in rapporto al reddito non presenta nessuna relazione immediata e necessaria col valore futuro atteso dei titoli. In linea di principio, esisteranno infinite combinazioni di deficit e debito pubblico tecnicamente sostenibili.<sup>15</sup> Insomma, sia sul piano empirico che su quello puramente logico, l'idea che una crisi dei conti esteri sia dominante e prioritaria rispetto a una crisi dei conti pubblici sembra trovare diversi riscontri. Ci pare dunque che i frequenti allarmi sulla sostenibilità dei conti pubblici in quanto tali – vale a

---

dei cosiddetti "large players" della finanza internazionale (tra gli altri, si veda Corsetti, Pesenti e Roubini 2001).

<sup>15</sup> Sulla sostenibilità del debito pubblico nell'ambito della impostazione critica, e sul nesso tra conti pubblici e conti esteri, rinviamo a Pasinetti (1998) e Ciccone (2002). Per un possibile indirizzo alternativo di politica del debito pubblico, cfr. Brancaccio e Realfonzo (2006).

dire senza alcun riferimento alla dinamica dei conti esteri – derivino da ragionamenti parziali e possano rivelarsi fuorvianti.<sup>16</sup> Ed è opportuno chiarire che il ruolo dei conti esteri ai fini della sostenibilità dei conti pubblici potrebbe risultare particolarmente importante nella attuale fase di instabilità finanziaria generalizzata e di possibile crisi delle prospettive di crescita del reddito.

Stiamo con ciò sostenendo che i paesi del Sud Europa, e in particolare l'Italia, si preparano a sganciarsi dalla moneta unica europea e a deprezzare le proprie valute nazionali? Siamo cioè immaginando che anche nell'ambito della unione monetaria possa verificarsi una situazione analoga al tracollo del Sistema monetario europeo del 1992? E' bene chiarire che una eventualità del genere andrebbe esaminata tenendo conto delle complementarità e degli effetti a catena tra paesi che tipicamente caratterizzano una crisi. Volendo tuttavia concentrare l'attenzione soltanto sull'Italia, una valida risposta all'interrogativo richiederebbe un'analisi accurata della ristrutturazione capitalistica messa in atto nel nostro paese durante l'ultimo quindicennio. Si tratterebbe cioè di capire se dagli attuali assetti di potere del capitalismo nazionale possa derivare un consenso prevalente nei confronti dello sganciamento dalla moneta unica, in risposta alla crisi economica o alla perdita di quote di mercato internazionale. Per quanto spinte in tal senso non manchino, l'eventualità di uno sganciamento dall'euro appare allo stato dei fatti politicamente remota. Ma questo, si badi bene, non esclude la possibilità di una vendita in massa di titoli pubblici: infatti, la crisi di bilancio indotta dallo squilibrio dei conti esteri potrebbe verificarsi anche se l'implosione dell'Unione monetaria non avesse luogo. Una vendita su larga scala di titoli può realizzarsi pure nel caso in cui aumenti la sola probabilità di uno sganciamento dall'euro e di un deprezzamento della valuta nazionale, magari indotta da spostamenti marginali degli orientamenti e delle relative attese in tal senso. La ragione è che il valore dei titoli incorpora i vari possibili stati futuri del mondo, incluso l'abbandono dell'euro, indipendentemente dal fatto che esso arrivi o meno a realizzarsi concretamente. Anzi, non si può escludere che proprio il verificarsi della crisi di bilancio possa aprire la strada ad un ulteriore tentativo di deflazione interna, teso ad evitare l'abbandono dell'euro. Potrebbe accadere cioè che la vendita in massa di titoli assuma i tratti di una

---

<sup>16</sup> Sulle determinanti di una possibile crisi dei conti pubblici, è interessante la lettura di uno scambio epistolare inedito tra Tommaso Padoa Schioppa e Franco Modigliani risalente al 1993, con il primo che individuava le cause dei ribassi dei titoli pubblici italiani nell'eccessivo deficit pubblico e il secondo che invece attribuiva maggiore rilevanza alla perdita di competitività nazionale, al deficit estero e al rischio di ulteriori deprezzamenti del cambio (si vedano in proposito Asso 2007 e Brancaccio 2009a).

“crisi disciplinante”, vale a dire una situazione politicamente favorevole all’ulteriore abbattimento della spesa pubblica e dei salari.

### ***5. Diffusione dei contratti atipici, disoccupazione e deflazione salariale***

Ad ogni modo, indipendentemente dal fatto che il deficit commerciale dia luogo a una crisi del bilancio pubblico e che questa assuma o meno i tratti di una crisi “disciplinante”, ci si può interrogare sulla efficacia delle azioni finalizzate a contenere la causa prima di questi possibili fenomeni, vale a dire la perdita di competitività delle merci nazionali. A questo riguardo, la crisi economica non sembra finora aver mutato lo scenario della politica economica nazionale. La sensazione, infatti, è che si intenda proseguire lungo il medesimo sentiero deflazionista dell’ultimo quindicennio. Può essere dunque opportuno esaminare alcuni dei possibili effetti di una scelta del genere. Soffermiamoci in particolare sulle conseguenze di una eventuale, ancor più marcata espansione dei contratti atipici e una conseguente ulteriore riduzione dei regimi di protezione dei lavoratori. Nel dibattito politico italiano si è spesso sostenuto che la riduzione delle protezioni determina un aumento dell’occupazione e una riduzione dei tassi di disoccupazione.<sup>17</sup> Tuttavia questa tesi non sembra trovare supporto nei dati. Dopo anni di ricerche e di test statistici, infatti, è oggi largamente accettata l’idea che non vi sia alcuna relazione significativa tra le variazioni delle protezioni dei lavoratori e le variazioni della disoccupazione.<sup>18</sup>

Di converso, potrebbe essere interessante domandarsi se la riduzione delle protezioni dei lavoratori abbia agito più sul versante della distribuzione che su quello del livello del reddito prodotto e dei connessi effetti sulla disoccupazione. Un semplice esempio al riguardo può forse offrire qualche utile spunto di riflessione. Mettiamo in relazione le variazioni dell’indice di protezione normativa dei lavoratori calcolato dall’OECD (detto EPL,

---

<sup>17</sup> Su questa linea, tra gli altri, cfr. Francesco Giavazzi (*Corriere della Sera*, 26 agosto 2007) e Tommaso Padoa Schioppa (*Il Sole-24 Ore*, 25 settembre 2007).

<sup>18</sup> Si veda al riguardo una recente rassegna di Blanchard (2004). Cfr. anche gli *Employment Outlooks* dell’OECD dedicati ai regimi di protezione dell’impiego (specie le edizioni del 1999 e del 2004). E’ interessante notare che mentre nei circuiti accademici queste evidenze appaiono piuttosto consolidate, nell’ambito della comunicazione politica vi sono influenti commentatori che sembrano talvolta cedere alla tentazione di trascurarle. Tali questioni sono state anche oggetto di un dibattito sulla stampa nazionale. Si veda Brancaccio (2009a).

*Employment Protection Legislation*), e le variazioni rispettivamente della disoccupazione e della quota della produzione totale attribuita al lavoro, nel periodo che va dal 1990 al 2004. Prendendo tutti e ventuno i paesi sui quali il summenzionato database dell'OECD rende disponibili le rilevazioni, si registra assenza di significatività statistica sia tra le variazioni dell'EPL e le variazioni della disoccupazione, sia tra le medesime variazioni dell'EPL e le variazioni della quota di prodotto spettante al lavoro. Tuttavia, nel caso del nesso tra EPL e disoccupazione si registra un segno inverso rispetto a quello comunemente avanzato dalla teoria economica dominante: al ridursi della EPL, infatti, la disoccupazione non si riduce ma al contrario aumenta.<sup>19</sup> Se poi si concentra l'attenzione sui nove paesi europei nei quali la riduzione della EPL è stata particolarmente accentuata, si rileva nuovamente assenza di correlazioni significative tra EPL e disoccupazione, e comunque un segno opposto a quello presunto dalla *vulgata*. Ma soprattutto, si riscontra in tal caso una correlazione non solo positiva ma anche significativa tra EPL e quota della produzione spettante ai lavoratori: dove i lavoratori perdono le tutele normative e contrattuali, anche la distribuzione del reddito si muove a loro sfavore.<sup>20</sup> Questo breve esercizio ovviamente costituisce solo una possibile traccia di lavoro, e comunque in buona parte si limita a replicare risultati già noti tra gli addetti ai lavori. Esso tuttavia sembra indicare che se proprio si volessero indagare gli effetti macroeconomici della flessibilità del lavoro, questi andrebbero ricercati nella compressione della quota dei redditi spettanti ai lavoratori più che in una presunta riduzione della disoccupazione.

---

<sup>19</sup> I 21 paesi considerati sono: Australia, Austria, Belgio, Canada, Svizzera, Germania, Danimarca, Spagna, Finlandia, Francia, Regno Unito, Grecia, Irlanda, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Norvegia, Polonia, Portogallo, Svezia, Stati Uniti. L'indice di correlazione tra la Overall EPL version 1 (variazione assoluta media tra il 1990 e il 2003) e lo Standardised Unemployment Rate (variazione assoluta media tra il 1991 e il 2004) è pari a -0,29. La correlazione tra la medesima EPL e la Labour Income Share Real ULC Total Economy (variazione assoluta media tra il 1991 e il 2004) è di 0,17. Nostra elaborazione su dati OECD (2007), Statistics, <http://stats.oecd.org/wbos>.

<sup>20</sup> I 9 paesi considerati in tal caso sono: Belgio, Germania, Danimarca, Spagna, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Svezia. Essi sono stati selezionati fissando la soglia minima della variazione media della EPL tra il 1990 e il 2003 al valore di -0,3 (lo scopo è stato di eliminare i paesi caratterizzati da variazioni nulle o trascurabili). In tal caso la correlazione tra Overall EPL version 1 e lo Standardised Unemployment Rate è stata di -0,21. La correlazione tra Overall EPL version 1 e la Labour Income Share Real ULC Total Economy è stata di 0,76. Nostra elaborazione su dati OECD (2007), Statistics, <http://stats.oecd.org/wbos>.

## ***6. Sulla efficacia di una reiterata deflazione salariale***

Ma si può dire, dati alla mano, che una politica ancor più marcatamente deflazionista rappresenti una soluzione in grado effettivamente di rimettere sotto controllo i conti esteri? Il nesso causale tra costi e bilancia commerciale come abbiamo visto sussiste, specie riguardo all'Italia. Ciò nonostante, vi sono alcune ragioni per dubitare di un riequilibrio dei conti esteri basato sulla mera compressione dei salari e quindi dei costi. Va ricordato in proposito che il nostro paese sembra aver già ampiamente tentato la via del riequilibrio tramite deflazione. A distanza di un decennio dall'adozione della moneta unica e dopo avere adottato una robusta politica di diffusione di contratti atipici e di riduzione relativa dei salari e della domanda, il nostro paese si ritrova oggi con un una delle più intense cadute negli indici di protezione dell'impiego,<sup>21</sup> con dei livelli retributivi tra i più bassi del continente,<sup>22</sup> con un consistente eccesso medio di entrate fiscali rispetto alla spesa pubblica primaria<sup>23</sup> e con un tasso di crescita del reddito ben al di sotto della media europea.<sup>24</sup> Ciò nonostante, il paese registra comunque una tendenza a perdere

---

<sup>21</sup> Tra il 1990 e il 2003, l'indice EPL di protezione dei lavoratori calcolato dall'OECD è passato in Italia da un livello di 3,57 a un livello di 1,95. Si tratta della caduta più consistente fatta registrare in Europa nel corso di quel periodo. Attualmente, l'indice EPL dell'Italia si situa al di sotto dei livelli di protezione di numerosi paesi europei, tra i quali Germania, Francia, Belgio, Olanda, Svezia, Finlandia, Norvegia e Spagna.

<sup>22</sup> Tra il 1998 e il 2006, le retribuzioni lorde di fatto reali dell'industria manifatturiera hanno fatto registrare in Europa i seguenti incrementi: Francia 15,9%, Spagna 5,3%, Germania 5,0%, Italia 2,6%, media UME 10,1%. Nel settore più generale dei beni e servizi destinati alla vendita (eccetto l'agricoltura), nel 2005 le retribuzioni nette per un lavoratore single erano (dati in euro): Germania 23.942, Francia 21.470, Italia 16.538, Spagna 16.493 (Fonte: elaborazioni IRES 2007 su dati OECD).

<sup>23</sup> Tra il 1995 e il 2006, senza contare la pesante restrizione del 2007, l'avanzo primario medio dell'Italia è stato del 3,34%. Si tratta di un livello che si situa al di sopra di quelli fatti registrare in Germania, Francia, Austria, Spagna, Grecia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo e Regno Unito (fonte EUROSTAT).

<sup>24</sup> Tra il 1998 e il 2007, la crescita media del Pil reale in Italia è stata dell'1,4%. Si tratta di un risultato molto al di sotto di quello medio europeo, come si rileva dai tassi di crescita degli altri paesi: Germania 1,5%, Spagna 3,8%, Grecia 4,1%, Portogallo 2,0%, Francia 2,3%, Austria 2,4%, Finlandia 3,6%, Belgio 2,2%, Olanda 2,4%, Lussemburgo 5,0%, Regno Unito 2,8%, Svezia 3,2% (fonte FMI-WEO).

quote di mercato internazionale e ad accumulare disavanzi esteri.<sup>25</sup> Questa difficoltà può forse spiegarsi guardando ancora una volta ai dati OECD. Nonostante il contenimento delle retribuzioni, tra il 1998 e il 2006 l'Italia ha comunque visto crescere il proprio costo del lavoro per unità di prodotto del 21,2%, a fronte di una crescita media europea del 15,8% e di una crescita addirittura nulla in Germania. E in futuro, come abbiamo visto, ci si attende una divaricazione ulteriore dell'andamento dei costi relativi. Questa dinamica, si badi, non si spiega soltanto con la crisi di produttività dell'Italia rispetto ai paesi cosiddetti "centrali", ma pure con il fatto che i salari stentano a crescere persino in questi paesi, vale a dire in Germania e nelle altre economie caratterizzate da forti incrementi del prodotto orario.<sup>26</sup> Risulta pertanto difficile immaginare un aggiustamento dei conti esteri dei paesi dell'Unione attraverso la mera deflazione salariale nelle "periferie". Per tentare di rimettere in equilibrio le bilance commerciali occorrerebbe probabilmente un abbattimento più massiccio ed esteso di quello che già si è verificato negli ultimi anni.<sup>27</sup> La crisi economica in corso oltretutto aggrava la situazione, anche perché agisce in modo asimmetrico sui paesi membri dell'Unione

---

<sup>25</sup> Tra il 1997 e il 2006, l'Italia ha fatto registrare un calo della propria quota di esportazioni sul totale mondiale dal 4,3 al 3,4%, che corrisponde a una riduzione del 20,9% rispetto alla quota iniziale dell'export. Nell'area euro il calo della quota di esportazioni sul totale mondiale è stato dal 30,5 al 28,9%, ossia del 5,2% rispetto alle esportazioni iniziali (la quota della Germania è rimasta invariata). Il divario tra la perdita italiana e quella della media dell'Unione monetaria, calcolato a prezzi correnti, trova conferma anche in altri tipi di misurazioni (per un approfondimento, si veda ICE 2007). Riguardo al deficit estero, cfr. in seguito.

<sup>26</sup> In Germania, tra il 1990 e il 2006 il tasso di crescita dei salari reali è caduto da un valore superiore al 3,5% annuo a un valore pressoché nullo. Sempre in Germania, nel 1991 il divario tra produttività e salario reale era di 8 punti; nel 2006 è salito a 14 punti.

<sup>27</sup> A questo riguardo, si osservi nuovamente la Figura 2 riportata in precedenza. Da essa si rileva che il CLUP tedesco si aggirava nel 2006 in un intorno di 0,7, mentre quello italiano si avvicinava a un valore di 0,8. Stando alle proiezioni lineari degli andamenti passati, per il 2010 si prevede che il CLUP tedesco si riduca lievemente rispetto al suo valore del 2006, mentre il CLUP italiano potrebbe salire fin quasi a 0,9. Per il 2015 si dovrebbe registrare una ulteriore lieve riduzione del CLUP tedesco verso il valore di 0,6, mentre quello italiano potrebbe addirittura superare l'unità. E' dunque possibile che in meno di un decennio i costi unitari italiani facciano registrare una crescita relativa di oltre il 40% rispetto a quelli tedeschi. Questo dato, per quanto approssimativo e puramente bilaterale, offre un'idea di massima del crollo delle retribuzioni relative che bisognerebbe imporre se si pretendesse di agire sulla sola leva della deflazione salariale per tentare di mantenere i già deboli standard attuali di competitività nazionale.



monetaria. La strada del riequilibrio tramite deflazione salariale pare dunque assumere sempre più i tratti di una scommessa politica, sulle cui effettive possibilità di successo sembra lecito nutrire dei dubbi.

***Appendice: Reattività delle variazioni del differenziale tra i tassi di interesse italiani e tedeschi alle variazioni dei saldi di bilancio pubblico e di bilancia commerciale***

Nel seguito riportiamo i risultati di un esercizio econometrico volto a stimare la reattività delle variazioni nei differenziali sui tassi di interesse dei titoli pubblici italiani e tedeschi, di breve e lungo periodo, rispetto alle variazioni dei saldi della bilancia commerciale e del deficit pubblico dell'Italia, entrambi espressi in rapporto al PIL. L'esercizio è condotto su dati trimestrali e il periodo considerato va dal 1985 al 2006. La descrizione delle variabili, dei periodi di riferimento, dei codici e delle fonti è riportata nella tavola sottostante.

*Tab. 1 – Definizioni e fonti delle variabili utilizzate*

<i>Variabile</i>	<i>Periodo</i>	<i>Codice</i>	<i>Fonte</i>
X = Esportazioni (destagionalizzato)	1985Q1 2006Q3	ITA1010S1	OECD
M=importazioni (destagionalizzato)	1985Q1 2006Q3	ITA1014S1	OECD
F=Fabbisogno lordo delle amministrazioni pubbliche	1985Q1 2006Q3	S029605M	BI
Y=PIL a prezzi correnti (non destagionalizzato)	1985Q1 2006Q3	ITAGDP	EUROSTAT
Y'=PIL a prezzi correnti (destagionalizzato)	1985Q1 2006Q3	ITA1019S1	OECD
ITBR=Italy treasury bill rate	1985Q1 2006Q4	ITBR	IMF
IGBY=Italy government bond yield	1985Q1 2006Q4	IGBY	IMF
GBTR=Germany treasury bill rate	1985Q1 2006Q4	GTBR	IMF
GGBY=Germany government bond yield	1985Q1 2006Q4	GGBY	IMF

L'equazione sottoposta a stima è la seguente:

$$(\text{spread}_t - \text{spread}_{t-4}) = b_0 + b_1(Fy_{t-1} - Fy_{t-5}) + b_2(Ey_{t-1} - Ey_{t-5}) + e_t$$

Data la non stazionarietà dei differenziali tra i tassi e del saldo commerciale in rapporto al PIL - entrambe le variabili integrate di ordine uno (I(1)) - a fronte della stazionarietà del disavanzo pubblico in rapporto al PIL - che è invece variabile integrata di ordine zero (I(0)) - si è scelto di lavorare sulle variazioni. Queste ultime sono state calcolate rispetto al periodo corrispondente. Lo scopo è di evitare eventuali problemi di stagionalità che potrebbero derivare dalla serie del fabbisogno, la quale è non destagionalizzata.<sup>28</sup> Le variabili sono definite come segue:

stbr = ITBR-GTBR	Spread TREASURY BILL RATE
sgby = IGBY-GGBY	Spread GOVERNMENT BOND YIELD
Ey = (X - M)/Y'	Saldo commerciale in rapporto al PIL
Fy = F/Y	Fabbisogno lordo in rapporto al PIL

Data la definizione degli spreads, ci si attende un coefficiente  $b_1$  positivo: un aumento del disavanzo pubblico in rapporto al PIL induce un aumento dell'offerta di titoli del debito pubblico e quindi un aumento del tasso di interesse richiesto dagli investitori per acquistare titoli del debito italiano.<sup>29</sup> Per il saldo commerciale in rapporto al PIL, invece, ci si attende un coefficiente ( $b_2$ ) negativo. Un aumento dell'avanzo commerciale, infatti, dovrebbe aumentare la fiducia degli investitori nel paese, alimentando così la domanda dei titoli del debito pubblico italiano, da cui un aumento del loro prezzo e quindi una riduzione del loro rendimento.

Nella seguente tabella sono riportate alcune statistiche sintetiche delle variabili e delle serie differenziate rispetto al medesimo periodo dell'anno

<sup>28</sup> La destagionalizzazione del fabbisogno pubblico è in effetti sconsigliata dal momento che esso contiene anche misure una tantum specifiche.

<sup>29</sup> Si noti che il differenziale è definito come differenza tra il tasso italiano e quello tedesco.

precedente (le serie sono identificate dal carattere “d” anteposto alla denominazione).

	N.Obs	Media	Dev.std.	Min	Max
stbr	87	2.620209	2.134327	0.252560	6.780030
sgby	87	3.489178	3.044661	-0.014600	9.424000
Fy	87	7.198704	4.996189	-6.066502	16.50173
Ey	87	1.336384	1.627092	-1.673727	4.913957
dEy	83	-0.017004	1.126735	-1.502257	3.949364
dFy	83	-0.486065	3.048729	-9.732116	8.376280
dsgby	83	-0.298573	1.381382	-3.600040	2.859560
dstbr	83	-0.429990	1.481233	-4.068160	3.302960

I risultati delle stime OLS sono riepilogati nelle seguenti tabelle. Nella prima stima la variabile endogena è la variazione del differenziale sui *Treasury bills* tra Germania e Italia. Troviamo che tale spread reagisce significativamente e con il segno atteso solo alla variazione del saldo commerciale italiano. Al contrario, sebbene il coefficiente  $b_1$  mostri il segno corretto, esso non risulta statisticamente significativo, cioè lo spread non sembra reagire alle variazioni del disavanzo pubblico. Stimiamo in primo luogo la seguente equazione, riferita ai Treasury bills:

$$(stbr_t - stbr_{t-4}) = b_0 + b_1(Fy_{t-1} - Fy_{t-5}) + b_2(Ey_{t-1} - Ey_{t-5}) + e_t$$

Stima 1 – variazione spread Treasury bill rate

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )
b0	-0.42030	0.15405	-2.728	0.007822 **
b1	0.03746	0.05038	0.744	0.459311
b2	-0.50098	0.13631	-3.675	0.000428 ***

Legenda: 0 '\*\*\*' 0.001 '\*\*' 0.01 '\*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 1.386 on 80 deg. of freedom

Multiple R-squared: 0.1461  
 Adjusted R-squared: 0.1248  
 F-statistic: 6.846 on 2 and 80 DF  
 p-value: 0.001800

Conclusioni analoghe possono essere tratte se si considera il differenziale dei tassi sui *Government bonds*. Anche qui i segni dei coefficienti sono corretti e solo il coefficiente associato al saldo commerciale (b2) è significativo, con una dimensione analoga a quella della regressione precedente. L'equazione in tal caso è:

$$(sgby_t - sgby_{t-4}) = b_0 + b_1(Fy_{t-1} - Fy_{t-5}) + b_2(Ey_{t-1} - Ey_{t-5}) + e_t$$

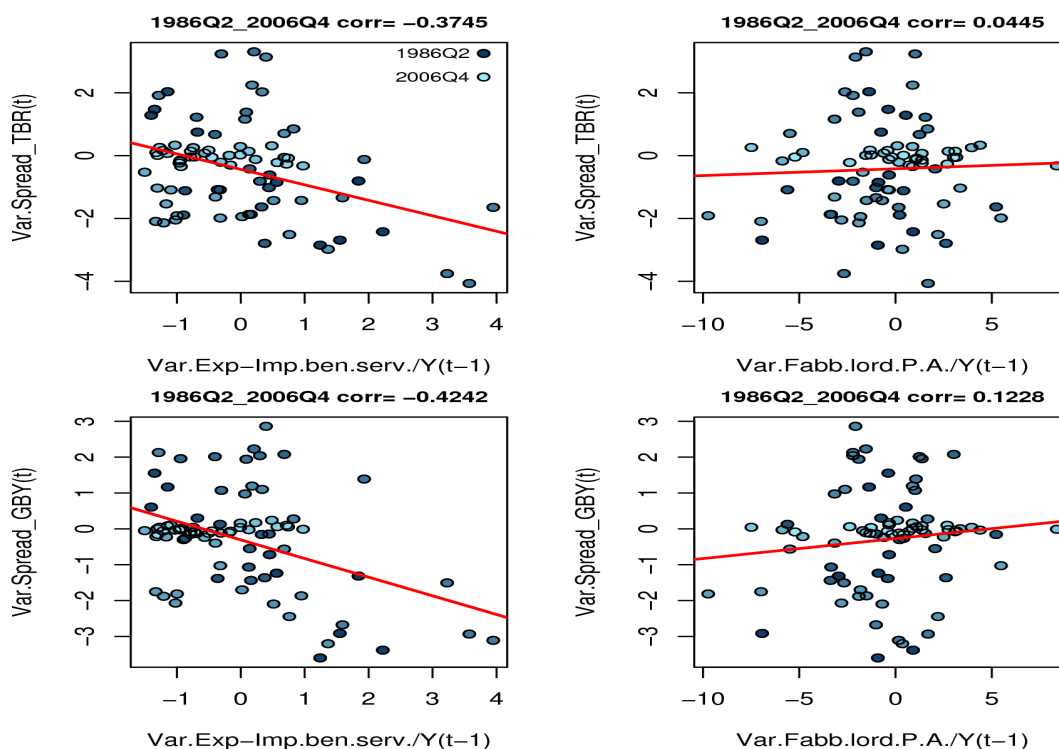
Stima 2 - variazione spread Government bond yield

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )
b0	-0.27241	0.13859	-1.966	0.0528
b1	0.07262	0.04532	1.602	0.1131
b2	-0.53683	0.12263	-4.377	3.60e-05 ***

Legenda: 0 '\*\*\*\*' 0.001 '\*\*\*' 0.01 '\*\*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 1.247 on 80 deg. of freedom  
 Multiple R-squared: 0.2054  
 Adjusted R-squared: 0.1855  
 F-statistic: 10.34 on 2 and 80 DF  
 p-value: 0.0001013

I grafici seguenti sintetizzano i risultati delle stime.





## Riferimenti bibliografici

- Asso P.F. (2007), *Franco Modigliani: l'impegno civile di un economista*, Fondazione MPS, Siena.
- Barro R., Sala-I-Martin X. (1995), *Economic Growth*, McGraw Hill, New York.
- Blanchard O. (2004), *The Economic Future of Europe*, Journal of Economic Perspectives, vol. 18, n. 4.
- Blanchard O. (2006), *Portugal, Italy, Spain and Germany. The implications of a suboptimal currency area*, WEL – MIT Meeting, NYC, April.
- Blanchard O. (2007), *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*, Portuguese Economic Journal, 6.
- Blanchard O., Giavazzi F. (2002), *Current Account Deficits in the Euro area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, n. 2.
- Brancaccio E., Realfonzo R. (2006), *Brevi note su stabilizzazione versus abbattimento del rapporto Debito/Pil*, relazione per il Ministero dello Sviluppo economico, luglio, Roma.
- Brancaccio E. (2005), *Un modello di teoria monetaria della produzione capitalistica*, Il Pensiero economico italiano, xiii, 1.
- Brancaccio E. (2006), *Fuori dalla torre d'avorio*, in Cesaratto S. e Realfonzo R., *Rive Gauche. Critica della politica economica*, manifestolibri, Roma.
- Brancaccio E. (2009a), *La crisi del pensiero unico*, Franco Angeli.
- Brancaccio E. (2009b), *Solvency and labour effort in a monetary theory of reproduction*, European Journal of Economic and Social Systems, 1.
- Buiter W. (2002), *Current Account Deficits in the Euro area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle?*, *Comments and discussions*, Brookings Papers on Economic Activity, n. 2.
- Carlin W., Glyn A., Van Reenen J. (2001), *Export Market Performance of OECD Countries: An Empirical Examination of Cost Competitiveness*, Economic Journal, vol. 111, 468.
- Ciccone R. (2002), *Debito pubblico, domanda aggregata e accumulazione*, Aracne, Roma.
- Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. (2001), *The role of large players in currency crises*, NBER Working paper 8303, May.
- Draghi M. (2007), *Considerazioni finali*, Banca d'Italia, Roma.
- Drummond P. et al. (2006), *Italy: selected issues*, International Monetary Found, Washington DC.
- Feldstein M., Horioka C. (1980), *Domestic Saving and International Capital Flows*, Economic Journal, 90.
- Graziani A. (2002), *The Euro: an Italian perspective*, International Review of Applied Economics, 16, 1.
- Hamilton J. D. (1994), *Time Series Analysis*, Princeton University Press.
- ICE (2007), *Rapporto annuale ICE-ISTAT 2006-2007: l'Italia nell'economia internazionale*, Roma.
- IRES (2007), *Salari e contratti in Italia e in Europa*, 19 dicembre, Roma.
- ISTAT (2007a), *Struttura e competitività delle imprese - anno 2005*.
- ISTAT (2007b), *Struttura e dimensione delle imprese – Archivio ASIA anno 2005*.
- Krugman P. (1995), *Geografia e commercio internazionale*, Garzanti (ed. orig. *Geography and Trade* 1991), Roma.
- Manasse P., Roubini N. (2005), *“Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises*, IMF Working Paper 05/42, Washington DC.
- Mariotti S., Mutinelli M. (2007), *Italia multinazionale 2006*, ICE.
- Mucchetti M. (2007), *Perché dite che non passa lo straniero?*, Corriereconomia, 21 maggio.
- Onida F. (2004), *Se il piccolo non cresce*, Il Mulino, Bologna.

- Pasinetti L. (1998), *The myth (or folly) of the 3% Deficit/GDP Maastricht parameter*, Cambridge Journal of Economics, 22.
- Roubini N. (2005), *L'Italia e il rischio Argentina*, lavoce.info.
- Roubini N. (2007), *Le differenze che frenano l'Europa dell'euro*, la Repubblica, 8 agosto.
- Roubini N., Parisi-Capone E., Menegatti C. (2007), *Growth Differentials in the EMU: Facts and Considerations*, Conference at the Berlin SWP (German Institute for International and Security Affairs), June 19.

### **Basi di dati**

- Banca d'Italia (2007), *Supplemento al Bollettino Statistico - Finanza Pubblica*, 09.
- EUROSTAT (2007), *Main economic indicators* - <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- IMF (2007a), *International Financial Statistics*, <http://www.imfstatistics.org/imf/>
- IMF (2007b), [www.imf.org/external/data.htm](http://www.imf.org/external/data.htm)
- OECD (2007), *Statistics*, <http://stats.oecd.org/wbos>

### **Current account deficit, government debt crisis and deflationary policy**

An alternative interpretation of trade imbalances between the member countries of the European Monetary Union is put forward with respect to Blanchard and Giavazzi (2002). It is argued that one of the causes of the present imbalances in external accounts lies in disparities as regards the productivity of labour coupled with the concomitant convergence of nominal wages and hence growing differences in unit labour costs among member countries. In particular, Italy and the other countries of southern Europe register the most significant rises in unit labour costs and are therefore in greatest danger of growing current account deficits. The article also examines the possibility of external deficits giving rise to crises in government budget on the basis of a model in which foreign accounts "predominate" over government accounts. The conclusion is dedicated to some observations as to the real effectiveness of any policy seeking to remedy external deficits through a further spread of labour flexibility and more intense wage deflation.

**JEL code:** E31, F32, F36, F41, H6