

# SQUILIBRI GLOBALI



Tesi di Laurea

di Flavio Frezza

Studente dell'Università degli Studi di Trento

Facoltà di Economia

Corso di studi di "Economia e Diritto"

Matr. 121274

Relatore: Prof. Roberto Tamborini

# INDICE

<b>Introduzione</b>	Pag. 1
<b>Capitolo I – Il funzionamento dei conti internazionali</b>	Pag. 3
1.1. La Bilancia dei pagamenti	Pag. 3
1.2. La Bilancia valutaria	Pag. 6
1.3. I Mercati valutari	Pag. 8
1.4. I fattori alla base dei movimenti della bilancia dei pagamenti ed il tasso di cambio	Pag. 11
1.4.1. Canale Commerciale	Pag. 11
1.4.2. Canale finanziario	Pag. 18
1.5. Una visione d'insieme	Pag. 22
1.5.1. L'equilibrio della bilancia dei pagamenti con tasso di cambio costante	Pag. 23
1.5.2. L'equilibrio di conto corrente	Pag. 25
<b>Capitolo II – Gli squilibri economici globali contemporanei</b>	Pag. 27
2.1. L'attuale situazione di squilibrio	Pag. 28
2.2. Le varie scuole di pensiero	Pag. 32
2.2.1. La visione tradizionale	Pag. 32
2.2.2. I revisionisti	Pag. 33
2.2.3. Gli ottimisti	Pag. 36
2.3. Le forze che sostengono gli attuali squilibri globali	Pag. 37
2.4. I Possibili scenari futuri	Pag. 40
2.5. Un'evoluzione dell'attuale visione	Pag. 42
2.5.1. La visione classica dell'eccesso di risparmio	Pag. 43
2.5.2. Il tasso di interesse nel modello dell'eccesso di risparmio	Pag. 45
2.5.3. L'eccesso di elasticità del sistema finanziario internazionale	Pag. 51
<b>Capitolo III – L'analisi dei dati dell'ultimo decennio</b>	Pag. 54
3.1. Bilancia dei pagamenti	Pag. 54
3.1.1. Conto Corrente	Pag. 55
3.1.2. Riserve ufficiali	Pag. 57
3.2. Dati sui consumi e sul Prodotto Interno Lordo	Pag. 60
3.3. La dinamica dei tassi di cambio reali	Pag. 66
<b>Conclusioni</b>	Pag. 70
Bibliografia	Pag. 74

## **INTRODUZIONE:**

La presente tesi intende analizzare la situazione di squilibri macro-economici a livello globale studiandone le origini, la situazione attuale, le possibili evoluzioni. In particolare verranno espresse le dinamiche delle bilance dei pagamenti delle maggiori aree economiche internazionali, scomponendone i dati al fine di comprendere quali siano i punti critici di maggior rilievo e cercando di identificare le possibili soluzioni considerando l'evoluzione del pensiero economico più recente.

Nel primo capitolo verranno rappresentate le dinamiche alla base del funzionamento dei conti internazionali e quindi della bilancia dei pagamenti, scomponendone le singole macro-voci che la costituiscono ed esplicitando l'interrelazione tra le stesse.

Si approfondirà il funzionamento della bilancia valutaria, identificando le variabili che la influenzano e la loro co-dipendenza, analizzando le funzioni macro-economiche che la governano con particolare riguardo ai meccanismi tipici dei sistemi monetari attualmente adottati nei paesi che saranno successivamente oggetto di analisi specifica.

Il secondo capitolo introdurrà le problematiche attuali, dando rilievo alle varie correnti di pensiero economico elaborate in merito agli squilibri globali ed analizzandone criticamente punti di forza e di debolezza. Verranno approfondite in particolare le tesi portate dagli economisti di maggior rilievo a livello internazionale analizzando il dibattito in corso.

Si cercherà di individuare quali siano le cause specifiche dell'attuale situazione di sbilancio delle bilance dei pagamenti, esponendo i possibili scenari futuri ipotizzati dagli studiosi contemporanei. Verrà infine proposta una particolare evoluzione della visione classica imperniata sull'eccesso di risparmio che cerchi di comprendere il ruolo giocato dalle variabili finanziarie in un mondo in cui tale canale appare, in termini numerici, di gran lunga più consistente rispetto a quello commerciale, quasi che la finanza viva di vita propria ed a volte slegata dal contesto da cui è stata generata.

Nel terzo capitolo verrà fatta una personale analisi dei valori più significativi estrapolati dalla banca dati del Fondo Monetario Internazionale denominata "International Financial Statistics" aggiornata a Maggio 2011, per comprendere quali siano le ultime evoluzioni delle problematiche analizzate, verificando non solo se gli squilibri globali descritti nel secondo capitolo sono confermati dai dati attuali, ma anche cercando di prospettare quali scenari futuri si potrebbero in linea di massima presentare. L'attenzione verrà focalizzata sulle tre macro-aree economiche maggiormente interessate dai fenomeni studiati, ossia Stati Uniti, Area Euro e Cina.

# CAPITOLO I

## IL FUNZIONAMENTO DEI CONTI INTERNAZIONALI:

### 1.1. La bilancia dei pagamenti

Al fine di comprendere le dinamiche degli squilibri internazionali di cui siamo testimoni è importante chiarire i concetti e le regole che governano gli scambi internazionali.

Il documento che viene periodicamente redatto per riassumere le transazioni che un Paese registra nei confronti del resto del mondo si definisce "bilancia dei pagamenti" e rappresenta tutti i movimenti effettuati dai soggetti residenti (privati, amministrazioni pubbliche, autorità monetarie). La banca centrale effettua le "transazioni ufficiali" e detiene le "riserve ufficiali", costituite da titoli e strumenti finanziari in valute liberamente trattate sui mercati internazionali quali l'euro, il dollaro Usa, lo yen giapponese e la sterlina inglese.

L'unione Monetaria Europea redige uno schema di bilancia dei pagamenti la cui struttura è la seguente:

<b>Conto corrente</b>
· Saldo commerciale
Esportazioni - Importazioni di merci e servizi
· Redditi e trasferimenti
Redditi da lavoro (rimesse degli emigranti)
Redditi da capitale (profitti, dividendi, interessi)
Trasferimenti unilaterali (aiuti, donazioni, spese civili e militari di enti pubblici e governativi)
<b>Conto finanziario</b>
· Movimenti di capitali
Investimenti diretti (apertura di filiali, consociate, spese per impianti e macchinari)
Investimenti di portafoglio (compravendite di titoli finanziari, partecipazioni azionarie)
· Transazioni ufficiali
Acquisiti e vendite su riserve ufficiali della banca centrale (principali valute internazionali, titoli di stato, oro)

Tabella 1: Schema bilancia pagamenti Unione Monetaria Europea

Il funzionamento del prospetto adottato nella Ume è basato sul metodo della partita doppia ed il saldo algebrico finale risulta pari a zero.

Il conto corrente esprime i movimenti sia del saldo commerciale, ossia delle transazioni internazionali di merci e servizi, che del saldo da redditi e trasferimenti, cioè degli incassi/pagamenti del fattore lavoro, capitale e di altre entrate/uscite come aiuti, donazioni, ecc.

Il conto finanziario descrive movimenti che influenzano lo stato patrimoniale di un Paese, indicando nelle transazioni di capitali tutte quelle operazioni, quasi esclusivamente poste in essere da privati, che indicano l'attività di investimento all'estero di un paese sia come investimenti diretti (apertura di succursali e filiali, nuovi impianti, ecc.) che come investimenti mediati tramite strumenti partecipativi (tipicamente azionari). Le transazioni ufficiali sono poste in essere dalla banca centrale e vedono coinvolti tutti i movimenti di riserve ufficiali dalla stessa detenute. Le banche centrali delle economie aperte hanno come obiettivo quello di assicurare la convertibilità della propria valuta rispetto a quelle del resto del mondo gestendo il mercato valutario. Nell'Unione Monetaria Europea la Bce è l'unica istituzione centralizzata che regola il mercato valutario e divulga costantemente i tassi di cambio dell'euro rispetto alle altre monete.

Le cifre indicate nella bilancia dei pagamenti possono assumere sia segno positivo che negativo. Ad esempio l'acquisto di una partecipazione in un paese straniero avrà segno negativo in quanto assorbirà risorse per essere investite all'estero e porterà presumibilmente nel futuro entrate da guadagni di capitale che verranno registrate con segno positivo nel conto corrente.

Il saldo del Conto Finanziario equivale anche al differenziale della Posizione Patrimoniale Estera in quanto i suoi movimenti determinano una variazione di quest'ultima secondo la seguente relazione:

$$CF = \Delta Pass. - \Delta Att. = -\Delta PPE$$

Ciò significa che un investimento in azioni di una società estera avrà segno negativo nel conto finanziario, aumentando le attività della Posizione

Patrimoniale Estera la quale nel complesso registrerà un incremento.

Analizzando l'evoluzione delle bilance dei pagamenti dei vari paesi appare evidente come gli Stati Uniti siano divenuti il debitore primario verso il resto del mondo (10% del Pil mondiale), seguiti dalla Ume (3%). I Paesi emergenti, i produttori di petrolio ed il Giappone sono quelli che hanno visto incrementare notevolmente la propria posizione patrimoniale estera.

Il conto finanziario ha un importante risvolto diretto anche sul conto corrente in quanto ci si potrà attendere un incremento/riduzione dei futuri redditi da capitale direttamente proporzionale alla variazione della posizione patrimoniale netta. PPE negative tenderanno a generare uscite future per pagare redditi di capitale e viceversa. Si può affermare quindi che si tratta di un fenomeno che tende ad autoalimentarsi nel tempo e proprio questo è uno dei motivi per cui si ritiene che posizioni di forte squilibrio non siano sostenibili nel lungo termine.

Quando si parla di "saldo della bilancia dei pagamenti" si intende comunemente la somma algebrica degli importi previsti dallo schema soprariportato ad eccezione delle transazioni ufficiali. Si può affermare quindi che detta sommatoria, vista la regola base per cui  $CC+CF=0$ , sia pari proprio alla variazione di riserve ufficiali, che in termini di eguaglianza si può esprimere nel seguente modo:

$$BP = \Delta RU$$

In sintesi i movimenti delle riserve ufficiali hanno come compito quello di pareggiare domanda ed offerta di valuta visto l'impegno di convertibilità assunto dalla Banca Centrale.

Partendo dallo schema base del bilancio della banca centrale così costituito:

<b>Attività</b>	<b>Passività</b>
Titoli Pubblici	Contante
Titoli del settore bancario	Riserve del settore bancario
Riserve Ufficiali	

Tabella 2: Schema base bilancio BCE

ed assumendo che la sommatoria delle passività viene definita base monetaria, ossia gli strumenti di pagamento in circolazione in un determinato momento nel sistema, è evidente che incrementi delle riserve ufficiali vengono controbilanciati da espansioni della base monetaria e viceversa (quindi incrementi/decrementi dell'offerta di moneta).

## 1.2. La bilancia valutaria

Le variazioni della bilancia dei pagamenti generano movimenti valutari e quindi flussi di domanda/offerta di moneta.

L'acquisto di titoli esteri comporta un movimento nella bilancia dei pagamenti che ha come diretta conseguenza la domanda di valuta straniera e l'offerta di quella locale per procedere con il pagamento nel paese dove è stato acquistato il titolo. Viceversa l'incasso in BDP, dovuto ad esempio ad un credito commerciale, fa sì che entri valuta estera nel sistema valutario nazionale e quindi generi da parte dell'operatore una richiesta di conversione della stessa in valuta locale.

Si può quindi affermare che gli incassi in bilancia dei pagamenti generino offerta di valuta estera e viceversa descrivibili nella seguente relazione:

$$BV = BP = \Delta RU$$

ossia il saldo della bilancia valutaria equivale al saldo della bilancia dei pagamenti e quindi alla variazione di riserve ufficiali.

Tutto questo può essere sintetizzato nel seguente schema della bilancia valutaria:

<b>Entrate valutarie (offerta)</b>	<b>Uscite valutarie (domanda)</b>
Esportazioni di merci e servizi	Importazioni di merci e servizi
Redditi e trasferimenti dall'estero	Redditi e trasferimenti all'estero
Entrate di capitali	Uscite di capitali

Tabella 3: Schema bilancia valutaria



Procedendo nello studio andiamo ad analizzare la formulazione del Pil di un paese come segue:

$$Y = C + I + G + SC$$

ossia il Pil (Y) è dato dalla sommatoria dei consumi interni (C), degli investimenti (I), della spesa pubblica (G) e del saldo commerciale (SC) che rappresenta il saldo netto tra importazioni ed esportazioni. Se un paese ha saldo commerciale positivo, questi sta "esportando" parte del proprio Pil all'estero e viceversa.

Se in questa relazione aggiungiamo un ulteriore elemento dato dal reddito netto con l'estero (RE), sia nel termine di sinistra che in quello di destra, si otterrà la seguente formula:

$$Y + RE = C + I + G + (SC + RE)$$

dove il termine Y+RE rappresenta il reddito nazionale lordo (RNL) e l'ultimo termine a destra tra le parentesi non è altro che il conto corrente della bilancia dei pagamenti (CC), ossia:

$$CC = RNL - (C + I + G)$$

il che porta ad affermare che conti correnti positivi comportano domande interne aggregate inferiori rispetto al reddito lordo nazionale e viceversa.

Va evidenziata la relazione che lega il conto finanziario con il conto corrente, ossia

$$CC = -CF$$

la quale implica che il conto finanziario stesso è dato dalla sommatoria del fabbisogno del settore privato e di quello pubblico, evidenziandone lo stretto legame esistente.

Una analisi molto interessante è quella relativa agli Stati Uniti, i quali hanno fabbisogni sia privati che pubblici maggiori rispetto al reddito nazionale lordo.

In particolare è possibile evidenziare tre momenti storici:

- 1) dal 1983 al 1996 in cui il fabbisogno pubblico risultava positivo mentre quello privato negativo. Nonostante il settore privato generasse risparmio, questo era ampiamente assorbito dal deficit del settore pubblico. Gli Stati Uniti finanziavano il loro disavanzo con finanziamenti provenienti dall'estero, generando il fenomeno dei "deficit gemelli";
- 2) dal 1997 al 2001 il fabbisogno del settore pubblico migliora e genera risparmio mentre quello privato inverte la sua tendenza ed entra in deficit. Il boom dei consumi e degli investimenti dovuti alla new economy produce un fabbisogno finanziario privato estremamente elevato, incrementando ulteriormente l'indebitamento con l'estero;
- 3) dal 2002 ad oggi sia il fabbisogno pubblico che quello privato sono cresciuti ed entrambi generano deficit. L'amministrazione Bush ha spinto la spesa pubblica ed il settore privato ha incrementato i consumi anche grazie alle politiche espansive della Federal Reserve.

### **1.3. I mercati valutari**

Va preliminarmente precisato che esistono due sistemi di quotazione delle valute:

- "incerto per certo" che esprime quante unità di valuta nazionale servono per acquisire una unità di valuta estera;
- "certo per incerto", ossia quante unità di valuta straniera per una unità di valuta nazionale.

Il sistema adottato a livello internazionale è quello "certo per incerto" mentre le quotazioni fornite dalla Banca Centrale Europea adottano il sistema "incerto per certo". In ogni caso i due sistemi sono perfettamente equivalenti in quanto si tratta solo di una diversa modalità per esprimere gli stessi valori.

Le quotazioni tra le diverse piazze mondiali risentono di leggeri "attriti" per cui non sono perfettamente uniformi. Queste differenze sono dovute al fuso orario, in quanto i mercati non sono tutti contemporaneamente aperti ed ai costi di

transazione che possono divergere da paese a paese. In ogni caso si può affermare che tali differenze di quotazione sono normalmente molto modeste e comunque tendono ad annullarsi nel medio termine.

I mercati valutari sono centralizzati e funzionano con il sistema dell'asta, registrando in ogni momento domanda ed offerta delle varie valute determinandone di continuo il relativo tasso di cambio ( $e_t$ ).

Tali mercati funzionano come quelli dei beni e servizi, ossia se la domanda aumenta allora aumenterà anche  $e_t$  e viceversa.

Una rappresentazione schematica del funzionamento del mercato valutario è rappresentata nel grafico seguente:

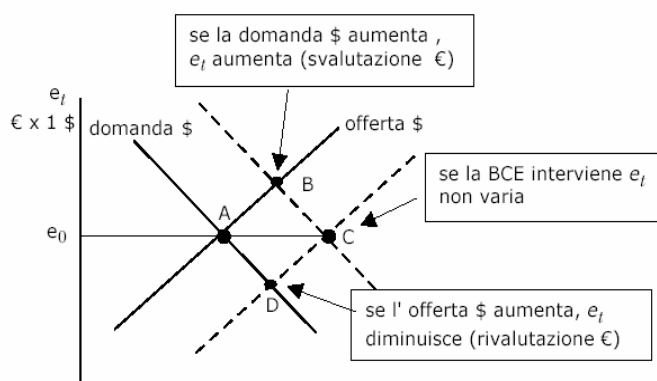


Grafico 1: Il funzionamento del sistema valutario

In questo mercato un ruolo fondamentale è giocato dalla banca centrale. Nel caso di un aumento dell'offerta di valuta estera le possibilità sono due:

- 1) Se il mercato opera liberamente e senza vincoli allora si avrà una svalutazione della valuta estera a favore di una rivalutazione di quella locale;
- 2) Se la banca centrale non desidera che avvenga una rivalutazione della propria moneta allora potrà procedere ad acquistare direttamente sul mercato l'offerta eccedente la domanda di valuta estera, impedendo quindi di rivalutare la propria valuta di conto. Ovviamente quest'operazione genera un aumento delle riserve della Banca Centrale

e, come visto nei paragrafi precedenti, anche un incremento della base monetaria.

La banca centrale non opera in piena autonomia ma è soggetta ai vincoli dettati da scelte di politica economica.

Possono essere definiti tre regimi valutari, di cui il terzo non è altro che una combinazione dei primi due:

- Regime di cambio fluttuante, ossia un mercato libero in cui i tassi vengono determinati liberamente dalla domanda e dall'offerta;
- Regime di cambio fisso, dove il tasso di cambio è prefissato e la banca centrale ha il compito di intervenire continuamente sui mercati per assicurare che lo stesso non vari.
- Regime misto, che consiste in un mix dei due precedenti.

Nella storia economica recente meritano particolare attenzione due periodi:

- Gold standard (1870-1914), sistema nel quale tutte le valute venivano quotate in oro per cui il tasso di cambio tra le stesse era "indiretto" per il tramite dei due tassi di conversione con l'oro. Con l'avvicinarsi della fine di questo sistema l'oro venne man mano soppiantato dalla sterlina inglese quale valuta di riferimento dell'epoca;
- Sistema di Bretton Woods (1946-1971), in cui solo il dollaro americano era liberamente quotato e convertibile in oro, mentre tutte le altre valute aderenti avevano un cambio fisso con la valuta americana (e quindi indirettamente con l'oro). Il dollaro sostituì la sterlina come valuta di riferimento a livello internazionale. Di fatto la sola Federal Reserve aveva l'obbligo di assicurare la convertibilità del dollaro in oro. Tale sistema divenne insostenibile per gli Stati Uniti nel 1971 e da quel momento essi dichiararono inconvertibile il dollaro con l'oro, ponendo fine a questa struttura.

Nel periodo intercorrente tra i due regimi le valute erano in libera fluttuazione. Accanto a questi due sistemi "puri" si possono citare altre esperienze miste quali il Sistema Monetario Europeo che tra il 1979 ed il 1998 fissava un tasso di cambio tra le valute aderenti ma con una banda di oscillazione del 1,5% con

la possibilità di rivedere i tassi di conversione in caso di mutate condizioni.

Le esperienze appena citate si sono rese possibili attraverso un libero accordo tra paesi ma questo non accade sempre, come succede con il fenomeno dell'ancoraggio unilaterale (pegging), il cui caso macroscopico moderno (anche se attualmente con banda d'oscillazione) è quello del renminbi cinese con il dollaro. In sostanza un paese dichiara unilateralmente il tasso di cambio fisso con un'altra valuta senza che vi sia necessità di accordo con il paese straniero coinvolto. Tale sistema comporta potenziali vantaggi e svantaggi. Un esempio è quello dell'Argentina, la quale ancorò il peso al dollaro americano ma fu costretta a sganciarlo in quanto la rivalutazione della moneta statunitense, e di conseguenza della propria, portò gravi difficoltà nell'economia argentina a causa del calo nelle esportazioni verso gli altri paesi latinoamericani. La Cina, al contrario, gode di un grande beneficio dal pegging, riuscendo a mantenere sottovalutata la propria moneta nei confronti del dollaro americano e delle altre valute dei paesi in cui esporta a causa della sottovalutazione del dollaro proprio verso le monete di questi paesi. Tale situazione è alla base dell'attuale situazione di squilibri globali che vede la Cina come paese esportatore netto e gli Stati Uniti importatori.

#### **1.4. I fattori alla base dei movimenti della bilancia dei pagamenti e del tasso di cambio:**

Al fine di analizzare i fattori che influenzano bilancia dei pagamenti e tassi di cambio una prima analisi va condotta separatamente in riferimento al canale commerciale ed a quello finanziario.

##### **1.4.1 Canale Commerciale**

Il canale commerciale rappresenta le transazioni originate da scambi internazionali di beni e servizi.

Una prima analisi organica sul funzionamento del commercio internazionale è fornita nell'ottocento dall'economista David Ricardo nella sua "teoria dei vantaggi". In sintesi Ricardo afferma che il commercio internazionale esiste in quanto ogni paese ha una propria vocazione produttiva che gli dà un vantaggio competitivo su alcuni prodotti rispetto ad altri. I paesi tendono a produrre i beni in cui sono leader ed a scambiarli con i beni di altri paesi anch'essi leader in determinati settori, creando così un vantaggio reciproco derivante da una maggior efficienza produttiva generale.

L'evoluzione dei mercati ha comportato una necessaria evoluzione di questa teoria di base. Nell'economia odierna vari beni e servizi sono offerti da molti paesi in competizione tra loro ed è quindi difficile che vi siano specializzazioni estremamente marcate.

Le attuali teorie analizzano il comportamento dei consumatori che esprimono la domanda tra beni sostituibili sotto il vincolo del bilancio, facendo sì che la richiesta di questi beni sia regolata dal prezzo relativo e dal reddito reale disponibile. Variazioni di prezzo relativo comportano incrementi di domanda di un bene a discapito dell'altro, mentre variazioni del reddito generano incrementi/decrementi della domanda di entrambi i beni.

Trattandosi di commercio internazionale, operante in valute diverse, il tasso di cambio gioca un ruolo fondamentale.

Se definiamo con  $P^*$  il prezzo d'origine in valuta estera di un bene importato, il consumatore per poterne valutare la convenienza con un bene uguale ma prodotto nel proprio paese dovrà convertire  $P^*$  in valuta nazionale al cambio  $e_t$  e rapportandolo con il prezzo nazionale  $P$  secondo la seguente formulazione:

$$e_t P^*/P$$

L'aggregato dei prezzi rapportati con questo meccanismo si definisce "tasso di cambio reale" e rappresenta un indicatore molto importante della competitività di prezzo dei beni prodotti da un determinato paese.

Altro fattore importante da considerare nell'analisi del commercio

internazionale riguarda i valori di consumo e di risparmio di un determinato paese rispetto al proprio Pil. Incrementi di consumi o riduzioni di risparmio incrementano la domanda di beni esteri, la quale è regolata nel seguente modo:

$$IM(e_t P_t^* / P_t, D_t)$$

-            +

Dove  $D_t$  rappresenta la domanda aggregata nazionale ed i segni sottostanti (-/+ ) rappresentano la relazione diretta od inversa che i due fattori hanno rispetto al volume delle importazioni.

Ovviamente per le esportazioni valgono le stesse regole:

$$EX_t = IM^*(P_t / e_t P_t^*, D_t^*)$$

-            +

Il simbolo \* indica che si tratta di valori relativi al paese estero considerato.

Uno schema generale che includa anche gli effetti sul saldo commerciale di un paese può essere così rappresentato:

	<b>Esportazioni</b>	<b>Importazioni</b>	<b>Saldo Commerciale</b>
<b>CICLO ECONOMICO</b>			
Domanda aggregata nazionale		+	-
Domanda aggregata estera	+		+
<b>INFLAZIONE</b>			
Indice dei prezzi nazionali	-	+	-
Indice dei prezzi esteri	+	-	+
<b>TASSO DI CAMBIO NOMINALE</b>	+	-	+

Tabella 4: Variabili incidenti su esportazioni, importazioni e saldo commerciale

Dalla tabella risulta che un paese con ciclo economico in fase espansiva tende a peggiorare il saldo commerciale, così come un aumentare l'inflazione. Al

contrario un aumento del tasso di cambio (svalutazione della moneta nazionale) tende a migliorare il saldo commerciale.

Un punto cruciale in questa analisi è la combinazione di crescita di Pil e consumi interni. Se l'incremento del prodotto interno lordo non è proporzionato rispetto alla crescita dei consumi si genera una sovrapproduzione e quindi la necessità di esportare i beni/servizi prodotti in eccesso. Il caso più eclatante in questo momento è la Cina, dove il Pil sta crescendo a ritmi molto elevati ma il paese stenta ad incrementare i propri consumi interni, generando un saldo commerciale positivo. Si tratta di un fattore importantissimo alla base degli attuali squilibri globali ed a cui lo stesso governo cinese sta cercando di porre rimedio incentivando l'incremento dei consumi interni in quanto la situazione non è sostenibile nel lungo periodo.

Le variabili esposte nella tabella 4 spesso si trovano in correlazione tra loro, così che un incremento della domanda aggregata genera inflazione ed alimenta ancor di più l'effetto negativo sul proprio saldo commerciale.

Il tasso di inflazione va poi correlato con il cambio in quanto la formula del tasso di cambio reale deve considerare anche l'effetto del differenziale d'inflazione tra due paesi secondo la seguente formulazione:

$$e^{\wedge} + P^{\wedge} *_{t} - P^{\wedge}$$

quindi si può dire che vi è svalutazione reale se il valore della formula precedente aumenta e viceversa se diminuisce.

Considerando che nella realtà un paese ha rapporti con molti altri, il tasso di cambio reale viene elaborato come media dei tassi di cambio reale con i paesi con cui vi sono maggiori rapporti economici per cui viene redatto il "tasso di cambio reale multilaterale".

L'evoluzione dei tassi di cambio di Cina, Area euro ed Usa dal 1989 al 2006 mostra che le tre valute nel corso del tempo hanno subito variazioni reciproche inferiori del 20%, con il tasso reale della Cina che si è svalutato mentre quelli di Stati Uniti ed Europa si sono rivalutati. Il dollaro fino al 2000 tendeva a



rivalutarsi mentre l'euro a svalutarsi, con una inversione di questi trend a decorrere dal 2001 come mostrato dal seguente grafico:

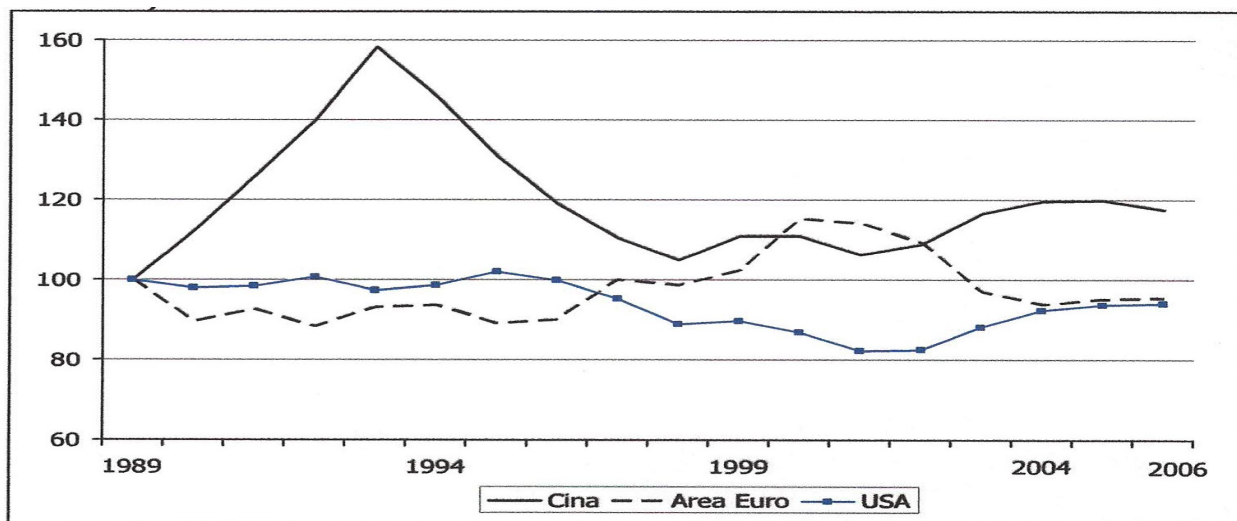


Grafico 2: Evoluzione dei tassi di cambio

Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Dai concetti appena illustrati possiamo quindi arrivare alla definizione del "tasso di cambio di equilibrio", ossia quel tasso che permette di bilanciare le importazioni con le esportazioni in modo che si annullino a vicenda.

Per condurre questa analisi dobbiamo partire dall'eguaglianza tra importazioni ed esportazioni definite con le formule precedentemente indicate:

$$IM(e_t P_t^* / P_t, D_t) = EX(P_t / e_t P_t^*, D_t^*)$$

di conseguenza, in un mercato in equilibrio, tutte le variabili definite nella formula hanno valori che si condizionano a vicenda ed in particolare, estrapolando il tasso di cambio di equilibrio si ottiene che lo stesso è una funzione dipendente dalle seguenti variabili:

$$e(P_t^*, P_t, D_t^*, D_t)$$

-   +   -   +

I segni indicano l'effetto diretto/inverso che un aumento di una variabile genera sul tasso di cambio secondo la classica legge della domanda e dell'offerta.

Analizzando nel concreto la situazione Usa-Ume emerge che l'Unione Monetaria Europea è in continuo surplus commerciale rispetto agli Usa, ossia i mercati non sono in equilibrio e quindi si può affermare che il tasso di cambio dollaro/euro non ha una valutazione corretta. Per poter portare in equilibrio il canale commerciale sarebbe necessaria una netta svalutazione del dollaro il che diminuirebbe le esportazioni verso gli Usa. Ovviamente la stessa cosa vale anche per il tasso di cambio dollaro/renminbi cinese. Anche in questo caso sarebbe necessaria una svalutazione del dollaro nei confronti della moneta cinese ma le autorità di quest'ultimo paese mostrano molta reticenza nel considerare l'ipotesi di sganciare la propria valuta dal cambio quasi fisso con il dollaro in modo da continuare a sostenere le esportazioni verso l'America ed alimentare la crescita del Pil. Gli stessi Usa sfruttano questa anomalia per soddisfare la propria sete di consumo a basso costo dal paese del sol levante.

Dalla relazione del tasso di cambio di equilibrio si giunge alla conclusione che, per mantenere l'equilibrio commerciale, è necessario che la sommatoria tra le variazioni dei tassi di cambio, dell'inflazione interna e di quella del paese estero considerato sia nulla e quindi la valuta nazionale si dovrebbe svalutare se l'inflazione interna è maggiore di quella estera e viceversa.

La teoria del tasso di cambio di equilibrio ha delle criticità. La prima consiste nella definizione stessa di inflazione che può variare in base al paniere di beni/servizi presi in considerazione. La seconda difficoltà è che la relazione non considera altre variabili importanti quali l'andamento della domanda aggregata e del risparmio rispetto al reddito.

Queste problematiche intrinseche alla teoria del tasso di cambio di equilibrio appaiono evidenti proprio nel deficit commerciale americano. Dai dati statistici emerge infatti che le serie storiche recenti di variazione del tasso reale americano non sembrano essere state molto marcate (dal 1989 esso si è ridotto solo di un 6%) mentre il disavanzo commerciale rapportato al Pil si è quadruplicato! Ciò significa che l'andamento del tasso di cambio non è stato il fattore principale che ha causato l'attuale situazione di deficit commerciale

Usa, anche se una svalutazione del dollaro appare necessaria per contribuire ad un riequilibrio dei mercati.

Interessante è l'analisi di un'economia con cambio fisso. In questo caso nella formula " $e(P_t^*, P_t, D_t^*, D_t)$ " il valore " $e$ " è dato e quindi per ribilanciare eventuali disavanzi commerciali si deve ridurre l'inflazione interna oppure la domanda aggregata (con un mix di minori consumi, investimenti e spesa pubblica).

In caso di sbilanci commerciali, se i meccanismi che regolano il mercato non funzionano spontaneamente, allora può accadere che l'onere da sostenere per ribilanciare la situazione ricada solo su uno dei due paesi coinvolti ma con notevoli difficoltà. Per il paese in disavanzo diminuire l'inflazione o la domanda aggregata significa generare costi interni e problemi politici in quanto si va ad agire sulla propensione di spesa sia del settore privato che di quello pubblico. Si tratta di operazioni che richiedono tempo per essere assimilate al fine di generare minori svantaggi possibili. Un'altra grande problematica riguarda poi gli effetti di queste politiche unilaterali attivate dal paese in disavanzo su quello in avanzo, in quanto andranno per forza di cose a ridurre le esportazioni di quest'ultimo (che di fatto è l'effetto voluto) rischiando però di condurlo in una fase di recessione che si può trasmettere a catena al resto del mondo. Questa ultima problematica è quella che affligge gli economisti proprio sulle modalità di aggiustamento del disavanzo commerciale degli Stati Uniti rispetto alla Cina, la quale non può subire una riduzione delle proprie esportazioni senza conseguenze sul proprio Pil e quindi sul resto del mondo.

In ultima analisi appare evidente come tassi di cambio fissi fanno sì che le spontanee dinamiche di mercato non agiscano liberamente, peggiorando la situazione di squilibrio ed aggravando il costo dei possibili rimedi (cosa accaduta tra le due guerre mondiali).

Uno scenario diverso in un sistema di cambi fissi può essere generato attraverso il moltiplicatore del commercio internazionale. Se il paese che genera avanzo strutturale riesce ad incrementare i propri consumi interni grazie all'aumento di Pil questo potrebbe spontaneamente riequilibrare il conto corrente. Nel caso attuale della Cina sembra che questo scenario sia nei

pensieri quotidiani delle autorità di politica monetaria, ben consapevoli che l'attuale situazione di squilibrio non potrà perseverare per sempre e quindi intenzionati a guidare il paese verso una espansione dei consumi interni grazie all'aumento di ricchezza prodotto dall'incremento di Pil.

Un altro meccanismo possibile di aggiustamento automatico in un sistema a cambi fissi deriva dalla stessa formulazione di base dell'equivalenza esistente tra bilancia dei pagamenti e variazione delle riserve ufficiali. Un paese in avanzo commerciale e quindi con bilancia dei pagamenti in surplus, dovrà necessariamente aumentare le proprie riserve ufficiali anche senza che vi sia volontà da parte della banca centrale. Tutto ciò dovrebbe far sì che il paese in avanzo aumenti la propria offerta di moneta mentre quello in disavanzo di fatto subisca una restrizione con relativa diminuzione dei consumi e quindi un riequilibrio automatico dello sbilancio commerciale. Questo scenario presenta però degli aspetti critici perchè il paese in disavanzo subisce una fase restrittiva senza poterla controllare e, proprio per evitare questo, la banca centrale del paese in disavanzo può attuare delle manovre di segno opposto a quelle spontanee per eliminare questi effetti automatici di aggiustamento. Il caso Cina/Usa rappresenta proprio la situazione appena descritta. Il governo cinese, al fine di non ridurre le esportazioni verso gli Usa, da un lato controlla il credito interno cercando di limitarlo per ribilanciare la tendenza espansiva della base monetaria in circolazione, dall'altro reinveste le proprie riserve ufficiali accumulate acquistando debito pubblico americano arrivando a far sì che la banca centrale cinese sia il maggior creditore nei confronti del governo statunitense.

#### 1.4.2. Canale finanziario

Il canale finanziario si scompone nelle sue due componenti ossia gli investimenti diretti e quelli in portafoglio. L'analisi che segue si sofferma su quelli in portafoglio, di gran lunga più consistenti.

Va preliminarmente ribadito il concetto che l'acquisto di titoli esteri nella bilancia dei pagamenti equivale ad una uscita di capitali e viceversa se trattasi di vendita.

La teoria del portafoglio analizza i due caratteri fondamentali dei titoli, ossia il tasso di rendimento ed il rischio.

Un primo dato importante che si analizza sui titoli esteri è il cosiddetto "rischio paese", ossia l'incertezza aggiuntiva derivante dalla situazione del sistema economico straniero e dalla sua politica economica adottata. Altro dato importante è rappresentato dal "rischio di cambio", cioè le possibili variazioni del tasso di cambio della valuta in cui è emesso il titolo.

In particolare il rischio di cambio incide sulla valutazione della redditività perchè il rendimento sarà dato dalla somma del tasso di interesse nominale applicato e dalla variazione percentuale del cambio della valuta di conto:

$$i^*_t + (e_{t+1} - e_t)/e_t$$

quindi la differenza tra rendimento in titoli nazionali e titoli esteri, definita con il termine "differenziale dei tassi di rendimento" è così misurata:

$$\delta_t = i_t - (i^*_t + \text{var } e_{t+1})$$

Un investitore, nel prendere le proprie decisioni in merito ai titoli su cui operare, dovrà fare una attenta valutazione anche sul rischio di cambio, ovviamente incentrata sulle aspettative che si nutrono in merito alle variazioni future dello stesso. Sarà fondamentale la scelta del modello adottato e l'insieme di informazioni a disposizione, nonché l'eterogeneità delle previsioni considerato che si elaborano dati su mercati estremamente complessi e variegati. Tutto ciò si traduce in una parola: "rischio".

Questa breve analisi introduce il concetto di "premio di rischio", ossia quel margine in più che l'investitore vuole che sia presente nel titolo per compensare l'incertezza stessa.

Il premio di rischio viene calcolato come media ponderata delle varie ipotesi di

variazione di cambio per la loro percentuale attesa di realizzazione. In questo modo il differenziale dei rendimenti si arricchisce di questo ulteriore dato ( $p^*t$ ):

$$\delta_t = i_t - (i^*_t + \text{var } e_{t+1} - p^*_t)$$

da ciò si deduce che i movimenti di capitali si rappresentano come funzione crescente del differenziale di rendimento:

$$\text{MC}(\delta_t)$$

Dalla relazione del differenziale di rendimento, esprimendo  $\text{var } e_{t+1}$  come  $(e_{t+1}/e_t - 1)$ , si deduce che il differenziale stesso risulta in relazione positiva con  $e_t$ , ossia la domanda di valuta estera è funzione decrescente del tasso di cambio.

Il tasso di cambio di equilibrio si trova eguagliando domanda ed offerta di valuta estera e ciò si ottiene quando il differenziale dei rendimenti è pari a zero. In detta situazioni si parla di "equilibrio di stock" in quanto nessuno desidera modificare il proprio portafoglio.

Questa equazione risulta logica se il tasso corrente corrisponde a quello futuro, ossia quando  $e_t = e_{t+1} = e_{t+n}$ . In questo caso le aspettative degli operatori si avverano e parliamo di "equilibrio delle aspettative", situazione in cui  $i_t = i^*_t - \rho^*_t$ , definita come "parità dei tassi d'interesse".

Da questi concetti si può dedurre che l'equilibrio del tasso di cambio nel canale finanziario richiede l'equilibrio di stock, quello delle aspettative razionali e la parità dei tassi d'interesse.

I notevoli movimenti giornalieri di flussi finanziari internazionali indicano che le variabili che condizionano l'equilibrio del mercato sono in continuo mutamento. Un elemento particolare ed estremamente importante da considerare è costituito dal fattore psicologico; le previsioni tendono ad autorealizzarsi. Gli operatori economici, convinti dell'evoluzione futura del tasso di cambio, tendono a mettere in atto comportamenti che di fatto realizzano le loro supposizioni, generando a volte il meccanismo delle "fughe di capitali" che può creare grande instabilità dei mercati.

Le analisi sopra esposte si riferiscono a sistemi di cambio variabile. Se il tasso di cambio tra due valute è fissato, allora le condizioni fondamentali per l'equilibrio del mercato sono:

- parità dei tassi nominali d'interesse;
- nullità delle aspettative di variazione dei tassi di cambio.

La prima condizione mostra tutta la criticità dei sistemi a cambio fisso in quanto, se entrambi i paesi non devono modificare i tassi d'interesse, questo implica che le banche centrali non hanno più autonomia perchè proprio il tasso d'interesse rappresenta la variabile fondamentale per controllare l'evoluzione dei mercati stessi. Piccole variazioni dei tassi d'interesse generano grandi flussi finanziari difficilmente gestibili dalle banche centrali tramite le riserve ufficiali.

Queste considerazioni valgono se consideriamo due monete ritenute entrambe "primarie" sui mercati internazionali. Nella storia recente il Sistema Monetario Europeo mostra che, ad esempio nel rapporto marco/lira, il differenziale di tasso d'interesse poteva esistere in quanto la prima valuta godeva di un prestigio internazionale tale per cui, anche se il suo tasso d'interesse era inferiore a quello della lira, aveva la proprietà intrinseca di essere una valuta primaria al pari del dollaro e ciò compensava la differenza stessa di tasso.

I tassi fissi diventano una criticità col passare del tempo perchè inevitabilmente cambiano le condizioni economiche originarie. La banca centrale del paese il cui tasso di cambio in condizioni di valute fluttuanti dovrebbe svalutarsi, dovrà pagare un prezzo sempre più alto per difendere il cambio fisso, generando comunque negli operatori l'aspettativa di un'inevitabile svalutazione della moneta che moltiplicherà ancor di più questo sforzo fino all'inevitabile fine del cambio fisso, come la storia economica recente insegna.

Il canale commerciale risulta essere di gran lunga inferiore in termini di movimenti assoluti rispetto a quello finanziario, tuttavia esiste nel lungo termine una diretta correlazione tra i due.

L'esempio è quello di un paese (ad esempio gli Usa) che inizia ad avere un

certo fabbisogno finanziario ed attira capitali dall'estero per soddisfarlo. Questo sistema a lungo andare comincia ad autoalimentarsi perchè, più capitali esteri entrano sotto forma di investimenti in portafoglio, maggiori saranno gli interessi o dividendi che dovranno essere pagati peggiorando ulteriormente il saldo di conto corrente. Un Paese che tende ad indebitarsi quindi, anche se gode della continua fiducia degli investitori, sarà costretto a pagare sempre più interessi rischiando prima o poi di minare la fiducia stessa degli operatori innescando una pericolosa crisi finanziaria che potrebbe avere ripercussioni internazionali.

Se lo scenario sopra descritto si verificasse in un paese a tasso di cambio fisso un intervento delle autorità per modificare tale tasso correggerebbe il disavanzo commerciale. In tale ipotesi va assolutamente considerato che gli operatori si aspetterebbero certamente questa manovra rischiando di far degenerare la situazione.

### **1.5. Una visione d'insieme**

Il canale commerciale rappresenta l'opportunità data dal commercio internazionale di consumare più risorse rispetto all'offerta nazionale oppure di impiegare l'eccesso di produzione interna esportandone una sua parte. Le operazioni finanziarie internazionali danno la possibilità di impiegare all'estero risorse in esubero rispetto alle richieste interne e viceversa.

Queste opportunità soggiacciono al vincolo fondamentale della convertibilità dei tassi di cambio, ruolo affidato alle banche centrali le quali lo adempiono attraverso le riserve ufficiali.

In una visione d'insieme si deve analizzare il vincolo di equilibrio macroeconomico includendo nelle formulazioni neo-keynesiane anche le implicazioni dovute ai rapporti internazionali. Il primo vincolo riguarda la bilancia dei pagamenti le cui transazioni, al netto di quelle ufficiali, devono portare ad un risultato nullo. Proprio per far sì che la banca centrale sia sempre in grado di assicurare la convertibilità della propria valuta, essa deve



salvaguardare le proprie riserve ufficiali ed il vincolo appena descritto diventa il fulcro del problema. Considerando che la bilancia dei pagamenti altro non è che la somma del saldo del conto corrente e dei movimenti di capitali, nel breve termine il problema si riduce ad operare su questi due fattori. Uno sbilancio di conto corrente può quindi essere riequilibrato con un afflusso di capitali dall'estero.

Il secondo vincolo, definito comunemente di lungo termine, richiede che il conto corrente stesso sia nullo. Un paese non può nel lungo termine continuare a sostenere la sua bilancia dei pagamenti attraverso l'indebitamento perché questo diverrebbe insostenibile. Questo vincolo di lungo termine è ancor più stringente in caso di tasso di cambio fisso perché implica che l'unica variabile su cui agire sono le riserve ufficiali ma lo stock di queste ultime rappresentano la garanzia che assicura la convertibilità della valuta.

In un regime di cambio flottante la situazione sembra più semplice in quanto la svalutazione/rivalutazione del cambio comporta l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti ma ampie variazioni dei tassi di cambio generano normalmente gravi ripercussioni economiche.

#### 1.5.1. L'equilibrio della bilancia dei pagamenti con tasso di cambio costante

E' importante soffermare l'attenzione sull'equilibrio della bilancia dei pagamenti in situazione di cambio costante in quanto rappresenta l'attuale problema esistente tra Usa e Cina.

Il modello di Robert Mundell, definito "modello Mundell-Fleming" è un metodo per analizzare le condizioni per porre in equilibrio la Bdp.

La situazione di partenza da analizzare è quella di un'economia con bilancia dei pagamenti in un tempo  $t$  nulla:

$$B_{p_t} = S_{c_t} + M_{c_t} = 0$$

Il saldo del canale commerciale è dato dalla differenza tra esportazioni ed

importazioni. Allo stesso tempo, dato un tasso di cambio nominale costante, l'andamento delle transazioni commerciali risulta influenzato da prezzi e domanda aggregata estera ed interna. Se le variabili estere si considerano costanti, il saldo commerciale sarà in equilibrio se domanda e prezzo interno hanno valori compatibili con quelli stabiliti esterni di inflazione, prezzo e domanda. Visto che sia i tassi di cambio che i prezzi esteri sono costanti, allora deve essere costante anche il valore dei prezzi nazionali e l'inflazione obiettivo deve essere nulla. A queste condizioni il problema si riduce alla domanda nazionale aggregata. Integrando questi dati con il modello IS della teoria neo-keynesiana otteniamo il modello di equilibrio IS-BP:

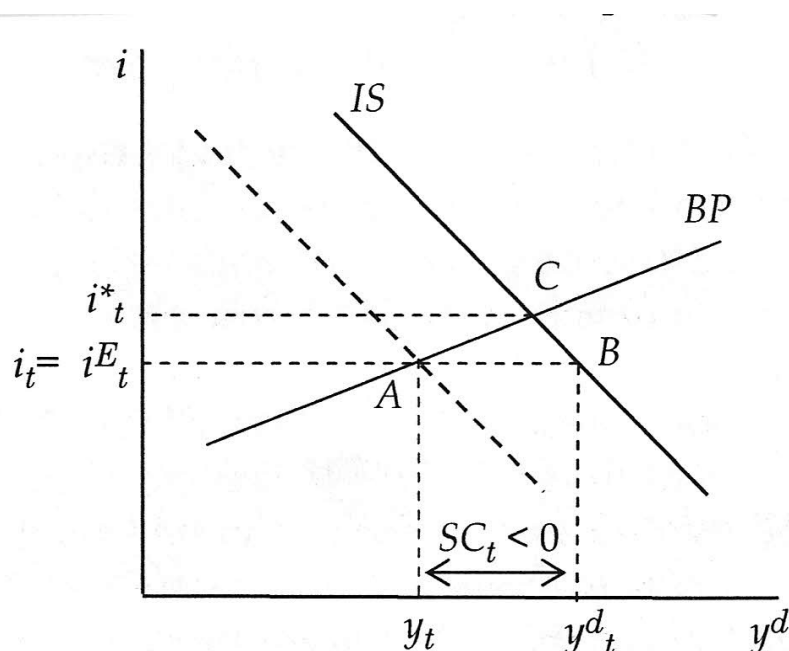


Grafico 3: Modello IS-BP

Quando la domanda interna è superiore alla produzione allora la bilancia dei pagamenti peggiora perchè è necessario ricorrere ad importazioni e viceversa. Un paese che, dal punto di equilibrio A, comincerà ad avere un deficit tra esportazioni ed importazioni, avrà necessità di attrarre capitali dall'estero ma per farlo dovrà necessariamente offrire un tasso d'interesse maggiore rispetto a quello che era previsto nel punto di equilibrio A originario. Questo maggior tasso d'interesse, secondo il modello IS, andrà a contrarre la domanda

riposizionandosi nel grafico nel punto C riportando in equilibrio la bilancia dei pagamenti.

Se analizziamo questo modello con la Regola di Taylor relativa al tasso di interesse ottimale che dovrebbe applicare la banca centrale considerando solo elementi economici interni, emerge che i due modelli entrano necessariamente in conflitto perchè portano ad un tasso di interesse ottimale diverso. Tutto ciò conduce alla considerazione finale che, in regime di tasso di cambio fisso, il modello IS-BP legato al vincolo della bilancia dei pagamenti prevarrà sulla regola di Taylor limitando l'autonomia della politica monetaria con evidenti criticità per la stabilità del sistema economico stesso.

Negli anni ottanta questo fenomeno ha dato origine alla crisi che ha coinvolto i paesi latinoamericani che avevano agganciato i loro tassi di cambio al dollaro Usa. In quel contesto gli Stati Uniti, preoccupati di controllare le tensioni inflazionistiche, rialzarono il tasso d'interesse e così fecero anche i paesi europei. Purtroppo ciò creò gravi ripercussioni proprio sui paesi latinoamericani che dovettero cercare di aumentare a loro volta i tassi d'interesse in quanto il cambio era ancorato al dollaro, creando gravi ripercussioni sull'attività economica interna e costringendo questi paesi a lasciare il cambio fisso nei confronti del dollaro.

### 1.5.2. L'equilibrio di conto corrente

Il problema fondamentale è che, nel lungo periodo, il punto C di equilibrio crea difficoltà nella sostenibilità del conto corrente, dovuto al fatto che il debito che si genera produce interessi che a loro volta peggiorano il conto corrente stesso. Altro problema da considerare è che, un paese con un indebitamento elevato e che continua a crescere, riduce la credibilità nella sostenibilità del debito stesso, generando la necessità di premiare l'investitore avverso al rischio con un ulteriore premio sul tasso d'interesse.

Nel lungo periodo quindi i vincoli da rispettare sono sia quelli relativi alla bilancia dei pagamenti che quelli di conto corrente.

In uno scenario in cui l'economia è nel punto C dello schema sopra esposto le soluzioni per riportare il sistema in equilibrio sono solo due:

- 1) Abbandonare il cambio fisso e lasciare svalutare la valuta nazionale;
- 2) Ridurre la domanda aggregata.

In entrambi i casi queste operazioni porteranno a costi economici molto elevati. Un altro aspetto cruciale da valutare per riequilibrare questa situazione è quello dell'interdipendenza dovuta al fatto che le importazioni di un paese spesso sostengono il Pil dell'altro paese in avanzo commerciale. Una riequilibrio drastico della situazione genererebbe un effetto depressivo nel paese in avanzo che potrebbe contagiare tutto il sistema economico mondiale.

Il problema dell'interdipendenza è alla base delle preoccupazioni attuali riguardo al notevole disavanzo commerciale degli Stati Uniti. Un repentino riequilibrio del deficit americano deprimerebbe immediatamente la produzione cinese che si trasmetterebbe al resto del mondo considerata l'entità economica dei due paesi coinvolti.

Il disavanzo di un paese potrebbe in altra ipotesi avere alla lunga effetti benefici sul sistema economico se il maggior prodotto interno indotto nel paese in avanzo commerciale servisse a sviluppare notevolmente la propria domanda aggregata creando il cosiddetto "effetto locomotiva".

Il problema attuale è che si è giunti ad una fase di stallo. Secondo l'economista Roubini (2010) tutti i paesi stanno cercando di sostenere le loro economie attraverso una politica di cambi che faccia permanere le proprie valute svalutate rispetto alle altre. Considerando che il totale delle esportazioni mondiali deve per forza di cose essere uguale a zero, questa situazione risulta insostenibile e genera la "guerra delle valute".

## **CAPITOLO II**

### **GLI SQUILIBRI ECONOMICI GLOBALI CONTEMPORANEI:**

Globalizzazione, un termine forse abusato e spesso non compreso nelle sue vaste implicazioni di natura economica, sociologica, politica, ecc. Ma cosa sta generando e cosa comporterà nel futuro?

Viviamo in un momento storico estremamente importante e delicato in cui è difficile capire gli sviluppi futuri che condizioneranno la vita di ogni persona sul nostro pianeta. Il tempo sembra involversi su se stesso ed avvenimenti che nel passato richiedevano decenni se non secoli si consumano in brevissimo tempo, tutto diventa interconnesso in una continua condizione di causa-effetto, in primo luogo nell'economia.

Paesi come Stati Uniti, Europa, Cina, India, non sono mai stati così vicini ed un evento in uno di questi si trasmette in modo pressoché istantaneo al resto del mondo.

Questa situazione crea nuove condizioni ed inevitabilmente mina gli equilibri a cui l'umanità era abituata, le reazioni devono essere immediate costringendo gli economisti a porsi nuove domande spesso comportanti risposte incerte. Paesi abituati a dominare si trovano minacciati nel loro modo di vivere da realtà socio-economiche fisicamente distanti ma virtualmente operanti negli stessi luoghi. Si fatica ad adattarsi ad un mondo che evolve non in più generazioni ma più volte in una stessa generazione. L'estremo oriente è spiazzato da una crescita impensabile fino a qualche decennio fa, crescita che crea essa stessa grandi dilemmi.

Gli Stati Uniti sembrano imprigionati nella loro voracità di consumo, la Cina costretta con le esportazioni a sostenere una crescita economica di proporzioni enormi e l'Europa stenta a capire la propria strada imprigionata in un dilemma di bassi consumi interni e facili crediti all'alleato americano che, con una analisi approfondita, potrebbe non risultare più così solido come tutti pensavamo.

In questa situazione si cerca di fare analisi, ipotesi, costruire modelli per dare

ordine ad un caos apparente ma in fin dei conti sempre governato da leggi economiche che, semplicemente, potrebbero non essere ancora state ben comprese o forse che già si conoscono ma non si vogliono più accettare nella loro cruda realtà.

## **2.1 L'attuale situazione di squilibrio**

Dalla fine degli accordi di Bretton Woods nel 1971 i conti internazionali hanno iniziato a mostrare dei disavanzi sempre più consistenti da parte delle economie sviluppate occidentali, primi fra tutti gli Stati Uniti, mentre i Paesi esportatori di petrolio mediorientali hanno accumulato un persistente avanzo strutturale, assieme al Giappone (il primo in ordine cronologico) e poi ad India, Cina e Sud-Est asiatico.

L'America ha iniziato ad evidenziare un vero disavanzo dal 1982 fino ad arrivare ai nostri giorni con un debito internazionale pari al 20% del Pil interno ed al 10% di quello mondiale mentre l'Europa ha mantenuto un parziale equilibrio, arrivando ad un debito del 3% del Pil mondiale.

Gli Usa hanno continuato ad importare dagli altri paesi, in particolare da quelli emergenti, a dei prezzi competitivi in condizioni di stabilità dei cambi, mentre i paesi esportatori hanno goduto di un periodo di forte espansione, accumulando grandi riserve finanziarie e scongiurando al loro interno i gravi effetti della successiva crisi finanziaria.

In valore assoluto nel 2006 il deficit americano ha superato la cifra di ottocento miliardi di dollari, per la maggior parte generato dalle importazioni di merci, accumulando un disavanzo superiore alla propria posizione patrimoniale estera. Dai dati di conto corrente risulta che il Giappone e l'area euro nel loro insieme generano modesti surplus, mentre i mercati emergenti sono quelli che hanno il maggior saldo positivo (nel 2006 era pari a 643 miliardi di dollari) e che contribuiscono per la maggior parte a finanziare il deficit Usa, accumulando grandi riserve finanziarie rappresentate da titoli pubblici e privati americani.

Gli Stati Uniti sono il paese che ha il maggior deficit tra risparmio ed

investimento sia nel settore privato che in quello pubblico, generando l'effetto comunemente denominato dei "deficit gemelli".

In questo contesto sembra che nessuno si sia seriamente preoccupato degli squilibri fondamentali che inevitabilmente genera una situazione anomala di questo tipo, prima fra tutti la Federal Reserve americana.

In estrema sintesi, la globalizzazione ha finanziariamente arricchito i paesi poveri (esportatori) ed indebitato gli Stati Uniti senza considerare un assunto economico fondamentale per cui, un soggetto che si indebita, anche grazie al favore del suo enorme prestigio internazionale, prima o poi dovrà pagare il conto finale, sia in termine di capitale che di interessi, con questi ultimi che continueranno a crescere in modo esponenziale.

Analizzando la successione storica avvenuta negli Stati Uniti si possono evidenziare quattro fasi:

- 1) Negli anni ottanta il settore privato genera leggeri saldi finanziari positivi, mentre quello pubblico, in deficit, assorbe più risorse rispetto al surplus privato. Si tratta della fase del debito pubblico;
- 2) Dal 1988 al 1992 il saldo finanziario privato aumenta come conseguenza della stagnazione dei consumi e degli investimenti e ciò controbilancia il deficit del settore pubblico;
- 3) Negli anni novanta il settore privato, spinto dagli investimenti nella new economy, è anch'esso in deficit, spingendo lo stato ad una politica di minor disavanzo del settore pubblico ma senza che questo sia sufficiente a controbilanciare la fame di risorse finanziarie del settore privato stesso, generando così ingenti saldi finanziari netti negativi sino ad arrivare al 3% del Pil;
- 4) Successivamente il settore pubblico torna in deficit, sommandosi così a quello privato e generando la fase del "debito globale".

Il settore pubblico negli Stati Uniti ha creato deficit finanziario in particolar modo per sostenere le proprie azioni militari. In un primo momento per vincere la "guerra fredda" con l'Unione Sovietica, poi per sostenere la prima guerra in Iraq, nel 2001 la guerra in Afghanistan e successivamente una nuova campagna militare in Iraq. Si tratta di un forte impulso economico dovuto a campagne belliche.

Più "anomala" risulta l'esplosione del debito privato. Le famiglie, normalmente portatrici di risparmio, hanno prodotto debito. La svolta è avvenuta a metà degli anni novanta alimentata da due fattori principali:

- 1) La deregolamentazione dei mercati finanziari: il mercato ha potuto offrire strumenti di debito alle famiglie molto variegati ed a costi decrescenti, il tutto con la complicità delle autorità di politica monetaria;
- 2) La globalizzazione, il conseguente outsourcing delle risorse ed il progresso tecnico hanno redistribuito il reddito, arricchendo pochi ed impoverendo il ceto medio (la massa che traina l'economia). Questa situazione, che avrebbe dovuto ridurre la spesa privata, ha invece innescato il fenomeno per cui il Pil interno cresceva in misura inferiore rispetto ai consumi; le famiglie si stavano indebitando. Nel 2000 il rapporto percentuale tra debiti delle famiglie e Pil era arrivato al 77,4%.

Molte analisi sono state condotte per cercare di capire quali siano state le cause alla base degli attuali squilibri e sono emerse varie ipotesi che spesso si intrecciano tra di loro:

- i bassi risparmi pubblici e privati americani;
- l'accumulazione di risparmio nei paesi emergenti;
- il disallineamento dei tassi di cambio;
- la volontà dei paesi emergenti di accumulare riserve internazionali;
- la continua e persistente crescita dei prezzi delle materie prime ed il conseguente avanzo strutturale dei paesi produttori di tali beni;
- la crescita lenta dei salari e dei consumi cinesi;
- la domanda interna dei paesi Ume troppo bassa.



Il saldo finanziario del settore privato negli Stati Uniti è inferiore rispetto a quello pubblico, situazione opposta alla Cina. Se non vi fosse scambio tra i due paesi, tali squilibri interni si assorbirebbero automaticamente. Il problema di fondo è che gli Stati Uniti dovrebbero diminuire la propria domanda interna (o aumentare l'offerta) e viceversa la Cina. Si può quindi giungere alla conclusione che gli squilibri finanziari internazionali derivano da un evidente squilibrio interno dei due Paesi.

Tutte le situazioni anomale non possono protrarsi per sempre perché le forze di mercato, se lasciate libere di agire, dovrebbero correggerle automaticamente ed in modo poco doloroso, cosa che però non avviene e che rischia di creare repentini e più gravi aggiustamenti.

La stessa dinamica dei tassi di cambio, che dovrebbe generare un riequilibrio automatico degli sbilanci, non ha funzionato. Il dollaro americano avrebbe dovuto registrare negli ultimi venti/venticinque anni una forte svalutazione, sorte inversa dovrebbe essere toccata all'euro e al renminbi cinese.

Di certo il problema non è stato adeguatamente affrontato dalle autorità di politica monetaria, con la Cina che ha fatto pegging ancorando unilateralmente la sua valuta al dollaro americano evitando la rivalutazione e Stati Uniti ed Unione Monetaria Europea che hanno ignorato il problema (probabilmente con gli americani socialmente incapaci di affrontare una riduzione dei consumi interni o un aumento della produttività).

Un dilemma che accende numerose discussioni è il seguente: gli agenti economici stanno agendo secondo i principi di massima razionalità?

A tale riguardo è molto interessante la metafora di Krugman (2007) che paragona l'attuale situazione con il cartone animato di Willy il Coyote. Nei vari episodi accade spesso che Willy, nel rincorrere bip-bip, cada in un burrone ma, prima che ciò avvenga, il simpatico personaggio percorre una certa distanza nel vuoto e quando si rende conto del problema è troppo tardi.

In sostanza si tratta di capire se gli agenti economici agiscano avendo piena

conoscenza della situazione attuale (ossia dove termini il terreno sotto i piedi di Willy) oppure no. Nel primo caso essi probabilmente sapranno fermarsi prima di cadere inevitabilmente nel burrone, mentre nel secondo caso andranno incontro a delle prevedibili conseguenze negative.

## **2.2. Le varie scuole di pensiero**

Di seguito viene proposta una sintesi delle varie scuole di pensiero in merito al tema degli squilibri globali.

### 2.2.1. La visione tradizionale

Secondo l'economista Barry Eichengreen (2004, 2006a, 2006b) non è sostenibile una situazione dove perennemente il Pil americano è inferiore ai continui deficit di conto corrente. Esso argomenta la sua tesi su due pilastri:

- Gli operatori stranieri non continueranno ad investire in capitali Usa a basso rendimento con un'economia in declino;
- Sia le autorità che i cittadini statunitensi non accetteranno che la massa dei capitali investiti nel loro paese sia nelle mani di stranieri.

Michael Mussa (2004) dal canto suo afferma che vi sia un limite massimo all'indebitamento esterno degli Usa, oltre il quale anche per questo paese sia impossibile andare.

Obstfeld e Rogoff (2006) sostengono che in ogni caso il conto corrente degli Usa debba ritornare in equilibrio. Il loro modello analizza il commercio sia di prodotti domestici che esteri e le transazioni che non includono merci, concludendo che inevitabilmente vi sarà un'inversione di tendenza che porterà al riequilibrio grazie al deprezzamento del dollaro che, a causa delle rigidità insite nel sistema, potrebbe essere eccessivo rispetto al punto di equilibrio ed in questo scenario dovrebbero intervenire le autorità monetarie per mitigare il

problema.

Blanchard e Giovassi (2005) concludono che lo squilibrio è generato da un incremento della domanda americana di beni importati e dalla richiesta internazionale di titoli Usa. Secondo questi autori il tasso di cambio gioca un ruolo essenziale nello squilibrio attuale e pertanto appare inevitabile un deprezzamento della valuta americana guidato dalla politica monetaria.

In sintesi questi economisti seguono i modelli tradizionali ritenendo che nel breve termine gli squilibri possano persistere ma che nel lungo periodo siano destinati a cessare attraverso le libere dinamiche di mercato guidate da eventuali interventi di politica economica per evitare eccessivi effetti negativi sui paesi coinvolti.

Se vista in termini storici, più volte nel passato si è assistito a deficit generati dai paesi in via di sviluppo. Normalmente queste situazioni sono degenerare in crisi che hanno ribilanciato i conti internazionali. Nel mondo contemporaneo gli Usa rappresentano un caso molto diverso da quelli storicamente già analizzati in quanto trattasi della principale economia di mercato che ha una valuta che funge da riserva internazionale e rimane un approdo per capitali in cerca di stabili investimenti.

In questo contesto il rischio latente è rappresentato da un cambiamento di opinione degli investitori sulla stabilità americana in quanto, se arrivassero alla conclusione che un deprezzamento del dollaro ed una caduta dell'intera economia Usa fosse inevitabile nel breve tempo, sposterebbero i loro capitali altrove generando una carenza di fondi, provocando un aumento dei tassi di rendimento offerti dagli investimenti americani e peggiorando ulteriormente la situazione di deficit causando il declino dell'intera economia degli Stati Uniti.

### 2.2.2. I revisionisti

Alcuni ricercatori sostengono che gli squilibri globali non siano anomali, bensì il prodotto di un'era di globalizzazione finanziaria e di rapido sviluppo di

produttività americana ed in questa visione la svalutazione del dollaro non solo non è necessaria ma nemmeno auspicabile.

Essi basano le loro teorie sul presupposto che gli investitori stranieri non hanno altre reali possibilità di investimento fuori dagli Stati Uniti per:

- 1) mantenere sottovalutate le proprie valute e sostenere le esportazioni;
- 2) Tutelarsi contro eventuali inversioni dei flussi di capitali attraverso l'accumulo di riserve in dollari.

Bernanke (2005), presidente della Federal Reserve, ha affermato che gli attuali squilibri sono generati da situazioni eccezionali in un contesto in cui gli Usa continuerebbero ad attirare capitali dall'estero essendo un paese sicuro, motivo alla base del costante deficit americano e dei bassi rendimenti dei propri titoli. L'investimento in titoli statunitensi sarebbe quindi la conseguenza di mercati finanziari non affidabili nei paesi emergenti.

Un ruolo decisivo nell'attuale contesto verrebbe giocato anche dal rapido incremento dei prezzi delle materie prime che hanno portato entrate straordinarie a paesi con bassi consumi e bassi investimenti interni.

Secondo Bernanke la straordinaria situazione in cui si trovano gli Stati Uniti non sarebbe l'unica ma avrebbe dei precedenti in altri paesi industrializzati (esclusi Germania e Giappone) che avrebbero iniziato dagli anni sessanta ad accumulare deficit di conto corrente. Bernanke afferma che le ragioni del disavanzo americano siano da ricercare all'esterno del paese piuttosto che all'interno e conseguentemente che le politiche monetarie interne possono fare poco per ribilanciare i conti internazionali, convinto anche che i fattori di base che hanno generato gli squilibri globali si attenueranno gradualmente.

La visione di Bernanke, anche se ha certamente molti meriti, ha generato critiche. Raghuram Rajan (2006) ha evidenziato che il risparmio globale non è cresciuto ma diminuito, sostenendo che se il risparmio globale fosse responsabile dei bassi tassi di interesse negli Usa, allora gli stessi investimenti americani avrebbero dovuto aumentare, cosa che non si è verificata.

La riduzione globale degli investimenti sarebbe invece la conseguenza di quelli

eccessivi fatti nei paesi asiatici, della crisi finanziaria del 1997-1998 e della volatilità dei trasferimenti di capitali transfrontalieri che richiedono che i mercati emergenti creino delle riserve di sicurezza e moderino le politiche monetarie. Gli squilibri globali sarebbero quindi una conseguenza di una temporanea e scoordinata risposta alla crisi piuttosto che ad un nuovo ordine permanente ed il repentino incremento del prezzo del petrolio, congiuntamente con la politica di cambi fissi adottati dai paesi asiatici, avrebbero accentuato queste problematiche, mentre le economie industrializzate sarebbero state costrette ad adottare politiche accomodanti per far fronte alle crisi finanziarie dei primi anni del nuovo millennio.

Un altro noto economista quale Caballero (2007) afferma che i risparmi dei mercati asiatici e di quelli dei paesi petroliferi non verrebbero investiti nei loro stessi paesi perché al loro interno non esisterebbero strumenti finanziari adeguati e sarebbero comunque bloccati da restrizioni legali locali di vario tipo, indicando tre fattori economici importanti che sono stati rilevati dal 2000 in poi, ossia i bassi tassi d'interesse, gli sbilanci di conto corrente e gli assets dei portafogli Usa.

Caballero e gli altri autori di questa teoria affermano che, quando una bolla speculativa esplode nelle economie emergenti (come accaduto negli anni novanta), questi allocano le loro risorse finanziarie sui mercati più sviluppati e quindi più sicuri.

In questo contesto viene spontaneo chiedersi nuovamente per quanto tempo ancora possa persistere questa anomala situazione, considerando che la crescita a ritmi elevati dei mercati emergenti non può durare all'infinito e che non è pensabile che questi paesi siano disposti per sempre ad acquistare titoli a basso rendimento. In definitiva anche gli autori di questo modello giungono a concludere che vi sia la necessità di un riequilibrio degli sbilanci internazionali in quanto insostenibili nel lungo termine.

### 2.2.3. Gli ottimisti

Un'altra corrente di pensiero sostiene che la situazione attuale rappresenti una allocazione particolare delle risorse dovuta alle diverse strategie di crescita e ai diversi livelli di sviluppo delle varie economie mondiali.

Economisti come Dooley (2007) ribadiscono la convinzione che gli attuali squilibri sono alimentati proprio dai paesi emergenti che non vogliono un apprezzamento delle loro monete, per sostenere le esportazioni e alimentare l'impiego dei lavoratori rurali nelle industrie, concludendo che, sino a quando in tali paesi perdurerà tale situazione, non vi saranno seri pericoli perché essi per primi non vorranno che gli squilibri cessino.

Altri studiosi molto ottimisti non vedono particolari problemi nell'attuale situazione affermando che gli investitori stranieri continueranno a vedere nei titoli americani una buona opportunità dovuta alla rapida crescita produttiva Usa e quindi agli alti profitti ottenibili nel futuro.

Kitchen (2006) afferma che i rendimenti dei capitali Usa investiti all'estero nel tempo saranno talmente elevati da riportare il deficit sotto controllo.

Hausmann e Sturzenegger (2006) arrivano a concludere che il deficit commerciale americano sarebbe dovuto a calcoli incompleti delle statistiche ufficiali, sostenendo che esiste un evidente differenziale di guadagno tra i titoli Usa e quelli esteri e quindi che gli investitori stranieri sarebbero disposti ad investire in titoli statunitensi in quanto gli stessi avrebbero delle proprietà intangibili che compenserebbero i bassi rendimenti. In particolare i titoli Usa sarebbero dotati di caratteristiche di sicurezza dell'investimento ed estrema liquidità. Il differenziale tra stime ufficiali e quelle riviste da questi studiosi viene definito con il termine di "materia oscura" e, se aggiunto proprio alle stime ufficiali, renderebbe stabile la situazione anche per il futuro. Questa affascinante rappresentazione evidenzia però le sue criticità, in particolare una eventuale perdita di "credibilità" dei titoli di stato Usa o una maggior presa di posizione dell'euro potrebbero minare alle basi le ragioni stesse di questa

“materia oscura” e far emergere appieno il deficit americano.

L'economista Eichengreen (2006b) attacca alcuni punti delle tesi appena descritte affermando che:

- L'attrattività degli investimenti negli Usa potrebbe diminuire per molti fattori;
- Gli investimenti stranieri non sono diretti a fini produttivi ma si concentrano su titoli pubblici a basso rendimento;
- La produttività è più alta in molti paesi emergenti rispetto agli Usa;
- Nel passato non sono aumentati gli investimenti negli Stati Uniti bensì sono diminuiti i risparmi;
- Molti capitali stranieri sono giunti da banche centrali e non da privati;
- Gli utili da investimenti fuori dagli Usa sono superiori a quelli interni, confermando che questi ultimi sono meno redditizi e screditando i sostenitori delle tesi più ottimistiche.

### **2.3. Le forze che sostengono gli attuali squilibri globali**

Esistono una serie di fattori che sostengono tutt'oggi gli squilibri globali e gli economisti di tutto il mondo stanno dibattendo animatamente per capire quali siano quelli determinanti.

Eichengreen (2006b) pone in primo luogo l'attenzione sulla riduzione del risparmio negli Stati Uniti, la quale sarebbe la conseguenza dei bassi tassi d'interesse americani e dello stile di vita opulento dovuto anche alle speculazioni immobiliari e finanziarie. Dall'altra parte il risparmio negativo pubblico sarebbe dovuto a delle vere e proprie scelte politiche fatte dal 2001 in poi. Nei suoi studi egli si sofferma sull'analisi della co-dipendenza tra Asia ed Usa, due blocchi economici in cui uno è affamato di consumi e l'altro deve avere un mercato di sbocco dove vendere i propri prodotti perché in surplus rispetto alla carente domanda interna. I paesi asiatici avrebbero aumentato le riserve ufficiali in valute forti quali il dollaro americano per tenere sottovalutate

le proprie monete, favorendo così le esportazioni e prevenendo altri eventuali shock finanziari dopo le esperienze negative del 1997/1998.

Altri modelli enfatizzano le criticità insite nelle economie in fase di sviluppo, quali i profondi problemi istituzionali, frizioni interne e limiti nelle transazioni finanziarie, portando ad una diversificazione del rischio nella gestione dei risparmi, optando per investimenti all'estero dove gli Usa hanno giocato il ruolo di intermediari raccogliendo risparmi dal resto del mondo e poi reinvestendoli negli stessi mercati ad alto rischio da cui provenivano.

Quest'ultima visione non contrasterebbe con alcune affermazioni dello stesso Bernanke, il quale asserisce che la stabilità politica Usa, combinata con l'adozione di nuove tecnologie avanzate, una forte affermazione del diritto di proprietà e una buona legislazione interna avrebbero favorito gli investimenti in America, spingendo la crescita dei mercati finanziari e l'apprezzamento del dollaro.

Tutto ciò è drasticamente cambiato dopo lo scandalo Enron e l'attacco del 11 settembre. Gli investimenti mondiali sono diminuiti, le autorità di politica monetaria non hanno reagito energicamente per dare liquidità ai mercati stressati da una serie di shock negativi ed i tassi d'interesse sono precipitati in tutto il mondo, alimentando enormemente il mercato immobiliare ed incrementando ulteriormente l'indebitamento delle famiglie americane le quali spendevano ancora di più vista della crescita dei valori immobiliari stessi. Gli sviluppi nelle intermediazioni finanziarie e l'innovazione in tale settore hanno moltiplicato il problema e lo stesso governo americano ha incrementato la spesa pubblica rendendo ancora più deficitario il conto corrente.

In definitiva le forze alla base degli attuali squilibri globali sono molteplici, tra cui la variazione dello stile di vita negli Usa, la modifica della politica economica degli stessi enti governativi americani, i cambiamenti strutturali e gli shock esterni all'America con particolare riguardo all'Asia dell'est.

Bems (2007) ed altri nei loro studi affermano che proprio gli shock strutturali possono aver inciso per più del 30% sulla situazione di squilibrio generata negli



anni ottanta ma poi non sarebbero all'origine dei problemi degli anni novanta escludendo che l'aumento delle riserve cinesi e l'accumulo dei petrodollari abbiano influito in maniera determinante, indicando piuttosto negli sviluppi di produttività mondiali e nelle discutibili scelte di politica monetaria i fattori determinanti degli attuali squilibri.

Hunt e Rebucci (2005) vedono nell'aumento della produttività una co-determinante dell'apprezzamento del dollaro e del deterioramento della bilancia dei pagamenti Usa negli anni novanta, concludendo però che, per avere una visione più chiara dei dati, sia necessario capire per quali motivi le preferenze degli investitori esteri si siano indirizzate verso gli strumenti finanziari Usa.

Essi enfatizzano il ruolo della politica espansiva americana, il declino del risparmio, l'incremento della domanda di titoli Usa e della produttività in Asia, accompagnata da una stagnazione della stessa in Europa e Giappone e la conseguente crescita delle esportazioni dei paesi asiatici.

Anche in questa analisi si arriva ad affermare che gli squilibri globali sono da attribuirsi ad una serie di fenomeni, quali shock esogeni e cambiamenti strutturali sia all'interno che all'esterno degli Stati Uniti.

Blanchard (2005) analizza gli effetti delle allocazioni globali come un incremento della domanda Usa in prodotti esteri ed un incremento di richiesta di titoli americani da parte di paesi stranieri. Tale situazione avrebbe nel breve termine un effetto di apprezzamento del dollaro che però nel lungo periodo si trasformerebbe in un inevitabile deprezzamento dello stesso per riportare la situazione in equilibrio.

Tutte queste teorie suggeriscono anche che le cause degli squilibri globali sarebbero mutate nel tempo. Negli anni novanta l'attrattività degli investimenti negli Usa fu generata da un boom tecnologico che avrebbe avuto degli effetti netti positivi sulla produttività facendo diventare il dollaro la valuta

internazionale preferita. Dopo il 2000 le cause principali sarebbero da individuare nei deficit governativi e nella politica monetaria troppo espansiva, nelle bolle interne all'economia americana, nell'incremento dei prezzi internazionali delle materie prime, nell'accumulo di riserve internazionali da parte dei paesi asiatici e di quelli esportatori di petrolio e nella persistente anomala situazione dei cambi internazionali associata ad un grande liberalizzazione del commercio internazionale.

#### **2.4. I possibili scenari futuri**

Dopo questa panoramica sulle cause e sulla sostenibilità dell'attuale situazione di squilibrio globale internazionale, possiamo cercare di delineare quali siano i possibili scenari futuri secondo le varie scuole di pensiero.

Da un lato vi sono i fautori della teoria per cui le forze che hanno generato e che mantengono gli squilibri globali possano considerarsi durature, dall'altra parte si schierano una serie di studiosi che ritengono che prima o poi gli squilibri stessi dovranno cessare e quindi è importante capire in quanto tempo, con quali conseguenze e quali siano le politiche economiche ottimali da adottare.

Edwards (2005 e 2006) afferma che nel passato nessun'altra economia sviluppata ha mai registrato per tanto tempo un deficit di conto corrente tanto elevato, concludendo che gli effetti di un riequilibrio sono direttamente proporzionali alle dimensioni stesse degli squilibri, al deterioramento del commercio e alla presenza di politiche monetarie espansive. Egli nota che negli ultimi anni gli squilibri sono aumentati notevolmente e quindi anche le conseguenze potrebbero seguirne la stessa sorte.

Altri autori hanno analizzato il problema secondo criteri quali i modelli di importo/export adottati e la dimensione delle economie dei paesi coinvolti. Metodologie diverse hanno portato a risultati diversi giungendo in alcune analisi ad affermare che non necessariamente il riequilibrio debba indurre una riduzione del Pil e quindi ad un periodo di recessione mondiale.

In estrema sintesi il processo inevitabile di riequilibrio globale può essere graduale e fondamentalmente benigno oppure dirompente e distruttivo. Il primo scenario è stato definito "atterraggio morbido", mentre il secondo "atterraggio difficile".

Obstfeld e Rogoff (2006), elaborando stime aggiornate sull'entità e la velocità della inevitabile svalutazione del dollaro, affermano che le stesse sono incrementate rispetto ai dati da loro elaborati solo qualche anno prima. La flessibilità del grado di integrazione dei beni e del mercato dei fattori sono le chiavi determinanti per analizzare gli aggiustamenti necessari.

Blanchard (2005) sostiene che l'inversione della domanda Usa di beni esteri è possibile a condizione che venga deprezzato il dollaro e la persistenza degli squilibri non farà altro che aumentare l'entità del deprezzamento stesso.

Da tutte queste analisi emerge in ogni caso che, se la svalutazione del dollaro fosse accompagnata da buone politiche monetarie, questa potrebbe non creare seri problemi economici ed essere graduale così come diverrebbe graduale il riassorbimento dello sbilancio.

Uno scenario più drastico, ed in parte già concretizzatosi, è delineato da Roubini e Setser (2005), convinti che se le autorità non prenderanno provvedimenti in brevissimo tempo i finanziatori esteri potrebbero ridurre l'acquisto di strumenti finanziari Usa, causando una caduta dei prezzi dei titoli ed un aumento dei tassi di interesse. Tutto ciò sarebbe accompagnato da un deprezzamento del dollaro che causerebbe inflazione con il conseguente ed inevitabile innalzamento del tasso ufficiale di sconto della Federal Reserve, generando una contrazione dell'economia a causa di una caduta dei valori immobiliari. Questa caduta dei prezzi immobiliari e l'aumento dei tassi d'interesse avrebbero inevitabili effetti negativi sullo stile di vita Usa e sugli altri paesi la cui crescita è sostenuta dai consumi americani.

Krugman (2007) afferma che un aggiustamento graduale sarebbe possibile se gli agenti operassero secondo il criterio della massima razionalità, generando un ribilanciamento dei portafogli degli investitori a cui dovrebbe seguire un deprezzamento del dollaro. Egli arriva alla conclusione che difficilmente questo

atterraggio morbido si verificherà perché gli investitori vogliono essere ricompensati ad ogni costo dei bassi tassi di interesse dei titoli grazie all'alto valore degli stessi, generando così una bolla che sarebbe destinata a scoppiare improvvisamente con conseguenze estremamente spiacevoli.

Si possono sintetizzare le varie scuole di pensiero affermando che le modalità del riequilibrio globale sono da ricercare sia nel deprezzamento del dollaro ma anche nella crescita del risparmio, accompagnati da una serie di politiche monetarie e fiscali che possano favorire un atterraggio morbido verso l'equilibrio del sistema.

## **2.5. Una evoluzione dell'attuale visione**

Una interessante evoluzione delle scuole di pensiero che cerca di andare oltre i modelli economici classici sviluppando al loro interno variabili finanziarie è offerta da Claudio Borio e Piti Disyatat (2010).

Buona parte degli economisti sostiene che gli squilibri globali e i relativi flussi di capitali che hanno generato l'attuale situazione di turbolenza economica mondiale siano dovuti all'eccesso di risparmio nei paesi in via di sviluppo. Tutto ciò avrebbe creato una spinta continua al ribasso dei tassi di interesse ed una eccessiva concessione del credito incrementando esponenzialmente i rischi soprattutto negli Stati Uniti, creando le basi per successive crisi finanziarie.

Una prima critica a questa visione si può muovere in quanto, nei classici modelli forniti di risparmio ed investimento, vengono considerati quali fattori che determinano il tasso d'interesse naturale solo la crescita della produttività, quella demografica e la propensione al risparmio ed all'investimento senza fare alcun cenno a fattori finanziari. Il problema di fondo potrebbe essere che, vista sotto un'altra ottica, sarebbe più opportuno vedere il tasso d'interesse come il risultato delle dinamiche del mercato dei finanziamenti piuttosto che del risparmio e degli investimenti, considerando che l'espansione dei deficit

richiede finanziamenti ed il tasso d'interesse rappresenta il costo degli stessi. Un'ulteriore critica è quella mossa al fatto che i modelli della visione classica dell'eccesso del credito danno poco spazio alle variabili finanziarie. Le transazioni commerciali spesso fanno sì che i crediti vengano trasformati in strumenti finanziari investiti all'estero e quindi è fondamentale porre attenzione proprio alle caratteristiche degli stessi.

Questa scarsa analisi nei modelli classici dei fattori finanziari avrebbe anche portato ad un sistema monetario internazionale privo di forti presidi che evitino l'eccessiva crescita del credito e che contengano il vero problema macroeconomico scatenante le attuali crisi finanziarie, ossia l'eccesso di elasticità dei sistemi finanziari.

#### 2.5.1. La visione classica dell'eccesso di risparmio

L'attuale situazione vede gli Stati Uniti con un deficit di conto corrente estremamente elevato ed i paesi emergenti asiatici e produttori di petrolio dall'altra parte con un grande surplus. Questi ultimi, al fine di scongiurare l'inevitabile apprezzamento delle loro monete, hanno continuato ad incrementare le proprie riserve ufficiali in valuta straniera.

La visione classica dell'eccesso di risparmio vede una stretta correlazione tra sbilanci di conto corrente, conseguenti flussi di capitale, tassi di interesse e crisi finanziarie.

In questo modello si attribuisce la responsabilità degli squilibri globali all'eccesso di risparmio da parte dei paesi emergenti che portano alla conseguenza di un flusso enorme di denaro verso le economie più sviluppate ed in particolare gli Stati Uniti. Questa situazione di eccesso di flussi di capitali verso occidente deprime i tassi d'interesse ed incoraggia il boom del credito, generando grossi rischi proprio per l'eccessiva facilità nel concederlo a condizioni di estremo favore.

I sostenitori del modello in esame sono concordi sui punti essenziali appena esposti ma differiscono le loro opinioni in merito ai fattori sottostanti. Secondo

Bernanke (2005) si tratterebbe di un mix di concause tra le quali le maggiori sarebbero da individuarsi nelle politiche monetarie dei paesi emergenti, nel prezzo del petrolio eccessivamente alto, nella carenza di opportunità di investimento nei paesi sviluppati e nell'invecchiamento della popolazione. Mendoza (2007) attribuisce la responsabilità dell'eccesso di risparmio alle carenze nei sistemi finanziari proprio dei paesi in via di sviluppo che genererebbero una eccessiva tendenza a cautelarsi contro eventuali crisi proprio attraverso il risparmio. Caballero vede nella carenza di buone opportunità di investimento nei paesi emergenti un motivo di accumulo di risparmio.

Nelle varie ipotesi fornite dagli economisti appena citati emergono varie criticità che possono essere così riassunte:

- 1) Non vi è evidenza del fatto che vi sia uno stretto legame tra conto corrente e tassi di interesse a lungo termine, in particolare si può osservare che proprio questi tassi negli Usa nel periodo 2005-2007 hanno avuto una tendenza al rialzo ma questo non ha minimamente ridotto l'afflusso di capitali negli Stati Uniti e quindi il loro stesso deficit di conto corrente;
- 2) Negli anni novanta il deprezzamento del dollaro avrebbe dovuto diminuire l'attrattività per i titoli americani, cosa che non è accaduta;
- 3) Il legame tra deficit di conto corrente Usa e risparmio internazionale appare labile in quanto, mentre i deficit hanno iniziato ad incrementare dai primi anni novanta, solo dal 2003 il tasso di risparmio mondiale ha iniziato a diminuire;
- 4) Non appare esserci un evidente legame tra risparmio e tasso di interesse reale. Dagli anni novanta i tassi hanno avuto trend al ribasso al contrario dello sviluppo del risparmio globale;
- 5) I tassi di crescita notevoli dell'economia registrati dal 2003 sembrano entrare in conflitto in quel periodo con la crescita del risparmio;
- 6) Lo sviluppo eccessivo del credito non si è visto solo nei paesi sviluppati come gli Stati Uniti ma anche nei paesi emergenti in surplus;

Queste criticità appena esposte in merito alla visione classica fanno presupporre che vadano ampliati gli orizzonti per meglio comprendere l'attuale situazione.

### 2.5.2. Il tasso di interesse nel modello dell'eccesso di risparmio

Secondo il modello dell'eccesso di risparmio (ES), la discesa dei tassi d'interesse a livello globale è dovuta all'eccesso di risparmio rispetto agli investimenti nei paesi emergenti.

Una prima problematica del modello ES è quella che non viene adeguatamente valutata la differenza tra un concetto di risparmio, come definito dalla contabilità nazionale, ossia quell'eccesso di prodotto interno che non viene reinvestito, ed il mercato finanziario dei prestiti che genera un tasso d'interesse degli stessi.

Altra criticità riguarda poi quella diffusa convinzione per cui il risparmio rappresenta una condizione essenziale per l'investimento. Questo ragionamento è fuorviante in quanto, se considerassimo tutto il mondo come un'economia chiusa, risparmio ed investimento sarebbero piuttosto uno lo specchio dell'altro e si condizionerebbero a vicenda, in quanto ciò che non verrebbe consumato per forza di cose dovrebbe essere investito.

Il problema di fondo è che i finanziamenti concessi all'interno di un paese non provengono necessariamente dai paesi emergenti in surplus, ma da varie fonti. Questo tipo di richiesta di credito deriva dalla normale attività economica. Altra cosa sono invece i surplus dei paesi emergenti che vengono dagli stessi investiti in altre economie, situazione che non necessariamente condiziona il mercato del credito.

Da queste considerazioni emerge quindi che il tasso d'interesse potrebbe non essere influenzato in maniera determinante dai risparmi delle economie emergenti ma piuttosto dalle dinamiche dei mercati finanziari.

Se ne deduce quindi che risparmio ed investimento sono concetti dei mercati

tradizionali delle merci mentre il tasso d'interesse del mercato riguarda aspetti di natura monetaria.

Il dibattito economico genera una domanda molto interessante, ossia cosa lega il mercato tradizionale dei beni con i mercati finanziari e quindi il loro tasso di interesse?

Si tratta di capire come si influenzano a vicenda il tasso di interesse finanziario con il tasso d'interesse naturale dell'economia.

In questa analisi va evidenziato il concetto dato da Wicksell (1898) di tasso naturale d'interesse, ossia quel valore di rendimento dei prestiti che fa sì che lo stesso non incida sui prezzi dei beni. Si tratta di un tasso che si potrebbe osservare se le transazioni avvenissero solo per scambi di beni e non per motivi puramente finanziari.

Buona parte del lavoro di Wicksell si concentrò proprio sull'analisi delle motivazioni per cui tasso di interesse naturale e finanziario differiscono.

Proprio il modello dell'eccesso di risparmio da per scontato che i due tassi siano uguali, cosa che può accadere come no.

Lo studioso analizzò l'esempio di un mercato in cui la moneta era agganciata all'oro. In questa situazione, ipotizzando il massimo impiego dei fattori, il credito addizionale concesso che finanziasse i consumi creerebbe un incremento dei prezzi, con conseguenze anche sull'oro ed una spinta automatica al rialzo degli interesse applicati sui prestiti che riequilibrerebbe i tassi stessi. Wicksell non diede risposte al caso di una moneta non agganciata ad un bene quale l'oro in quanto situazione in quel momento storico difficile da immaginare. Attualmente si può affermare che i tassi di interesse vengono generati dalla combinazioni delle politiche delle banche centrali e da fattori di mercato che inducono gli agenti a comportarsi in modo diverso in base alle loro aspettative ed ai rischi percepiti.

Bisogna poi analizzare bene cosa si intende per sbilanci di conto corrente secondo i criteri della bilancia dei pagamenti. Essi riflettono di fatto gli scambi commerciali di beni e servizi con paesi stranieri ma non è detto che un conto corrente in equilibrio (anche ipotizzando che vi sia assenza di transazioni



commerciali con l'estero) comporti un equilibrio nei flussi di capitale con altri paesi. I residenti potrebbero avere necessità di ottenere finanziamenti anche per acquistare solamente beni prodotti all'interno ricorrendo a capitali stranieri ed il conto corrente non verrebbe minimamente coinvolto ma vi sarebbe un evidente afflusso di denaro dall'estero. Questa esemplificazione dimostra come non vi sia un collegamento diretto tra conto corrente e flussi finanziari e quindi che non necessariamente afflussi netti di capitale dai paesi emergenti devono essere visti negativamente.

Altro aspetto che va analizzato riguarda eventuali "intermediari" nei movimenti finanziari. Non è detto che un paese che esporta verso un altro necessariamente si ritrovi a accumulare riserve di quest'ultimo. Può essere il caso di una esportazione dalla Cina all'Europa che viene pagata tramite un conto corrente in dollari negli Usa. Il flusso di merci coinvolge paesi diversi rispetto al flusso finanziario conseguente.

Va inoltre sottolineato che solo una piccola parte dei movimenti finanziari globali deriva da scambio di merci e servizi, mentre la maggior parte sono transazioni finanziarie fini a se stesse senza che vi sia un reale movimento di conto corrente sottostante.

Altro fattore da tenere sempre in considerazione è l'elevato grado di internazionalizzazione di molte imprese. Queste multinazionali, quali possono essere i grandi istituti di credito, possono trovarsi in situazioni molto diverse da paese a paese e quindi dare una visione di se diversa in base alla filiale che si osserva, ma è fondamentale leggere i loro bilanci consolidati per capire quale sia la reale situazione. Questo significa che una multinazionale con sede negli Usa potrebbe generare deficit riguardo alla sola sede locale ma surplus negli altri paesi del mondo dove opera.

Proprio guardando ai bilanci consolidati delle grandi banche internazionali, si scopre che sono le banche europee a finanziare gli Usa e ciò spiega come la crisi finanziaria registrata nel 2008 abbia duramente colpito proprio gli istituti del vecchio continente.

L'importanza dei movimenti di capitale è andata crescendo in modo eccezionale

dalla fine degli anni novanta mettendo sempre più in secondo piano il ruolo delle transazioni commerciali. Nel 1998 le transazioni finanziarie globali erano pari a circa il cinque per cento del Pil mondiale ma sono arrivate al venti per cento nel 2007 rivelando uno straordinario dinamismo finanziario tra le economie avanzate portando in secondo piano il commercio reciproco di beni e servizi, dinamismo minore invece si riscontra tra paesi emergenti e sviluppati. Questo tipo di analisi è pressoché assente nel modello dell'eccesso del risparmio il quale invece porterebbe a concludere che i flussi finanziari dovrebbero provenire in buona parte dai paesi emergenti verso quelli sviluppati.

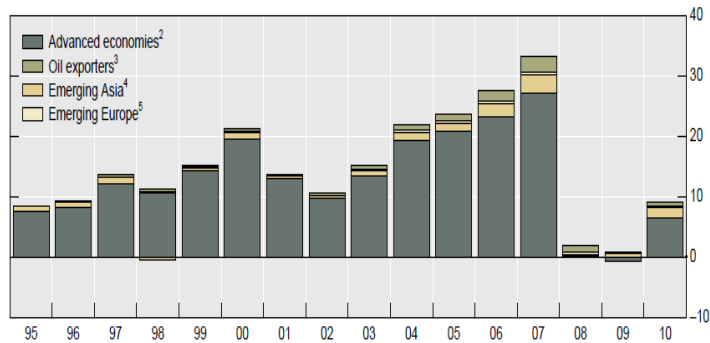
Nello specifico risulta molto interessante la situazione proprio degli Stati Uniti, al centro della crisi mondiale iniziata nel 2008.

E' importante notare che prima dello scoppio della crisi vi era una continua acquisizione di titoli Usa da parte di investitori stranieri ed i flussi di capitali erano ingentissimi. Il repentino decremento di queste acquisizioni creò una diminuzione degli afflussi di capitali in particolare dal continente europeo che, nel solo 2007, incideva per circa la metà dei movimenti verso gli Usa e non dai paesi emergenti come invece suggerirebbe il modello dell'eccesso di risparmio. Di questi afflussi europei la metà arrivavano dal Regno Unito (altro paese in deficit di conto corrente) e circa un terzo dai paesi dell'area euro (in sostanziale pareggio di conto corrente), riducendo notevolmente il ruolo della Cina, del Giappone e dei paesi produttori di petrolio, ossia delle economie con il maggior surplus.

Nella crisi del 2008 gli sbilanci di conto corrente hanno rallentato di poco il loro incremento mentre si sono bloccati i grandi flussi di capitali tra economie sviluppate.

Da questi dati emerge il ruolo chiave dei finanziamenti degli istituti di credito dei paesi sviluppati occidentali, riducendo il ruolo dei paesi emergenti.

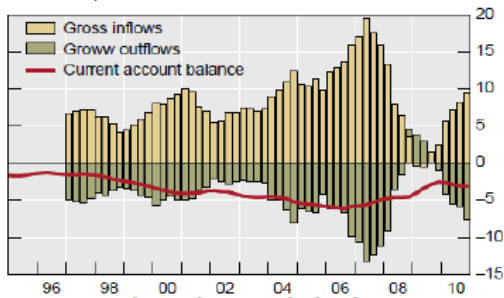
*Flusso lordo dei capitali in rapporto percentuale con il Pil mondiale*



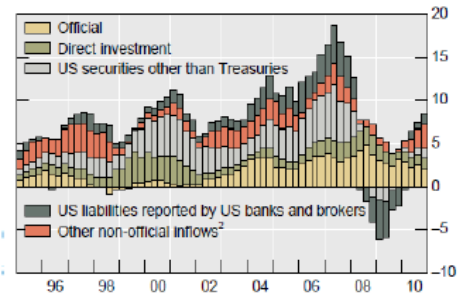
*Grafico 4: Flusso lordo dei capitali in rapporto percentuale con il Pil mondiale*

*Fonte: Borio C. e Disyatat P.-Global imbalances, interest rates and financial crisis: A reconsideration – P. 26*

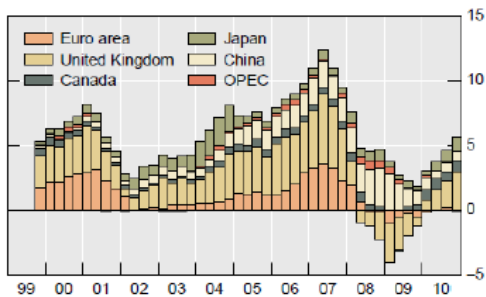
**Bilancia dei pagamenti Usa**



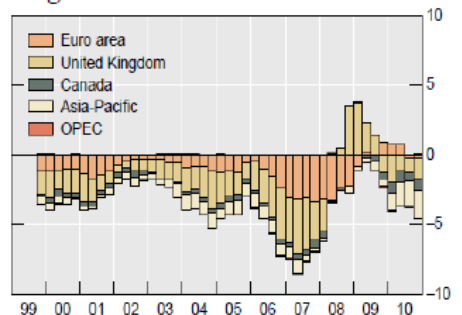
*Figura 5: Flussi di capitale lordi e conto corrente*



*Figura 6: Entrate lorde di capitali per categoria*



*Figura 7: Entrate lorde di capitali per regione*



*Figura 8: Uscite lorde di capitali per regione*

*Fonte: Borio C. e Disyatat P.-Global imbalances, interest rates and financial crisis: A reconsideration – P. 27*

Tutti questi dati sono a loro volta sostenuti anche dall'evidenza che metà degli assets Usa sono detenuti da europei.

Per l'Europa gli Stati Uniti rappresentano un importante bacino in cui investire. Secondo i dati statistici l'Europa detiene in particolare titoli in imprese private mentre i paesi emergenti ed il Giappone hanno accumulato titoli pubblici, facendo emergere lo scarso ruolo giocato da questi ultimi nel finanziamento dei consumi interni Usa.

I bilanci consolidati delle banche internazionali (in particolare quelle svizzere e tedesche) fanno emergere il loro importante ruolo nelle operazioni sui flussi di capitali condotti attraverso le proprie filiali all'estero e la vulnerabilità dei sistemi finanziari mondiali. Le banche svizzere sono arrivate a detenere fino all'ottanta per cento dei loro crediti nei confronti dell'estero e solo un diciotto per cento verso dei residenti. A questi fanno eccezione gli istituti di credito francesi e giapponesi.

Da tutto ciò emerge l'evidente boom degli istituti di credito internazionali in particolare quelli europei la cui esposizione estera è passata da dieci trilioni di dollari nel 2000 a trentaquattro nel 2007.

I dati evidenziano il motivo per cui le banche europee hanno subito in modo particolare gli effetti della crisi finanziaria partita dagli Usa.

Le statistiche delle bilance dei pagamenti evidenziano quindi il ruolo europeo a livello internazionale ed in particolare quello del centro finanziario della Gran Bretagna e rivelano l'importanza dei centri off-shore, in particolare nei caraibi, dove si concentrerebbero grosse esposizioni da parte di istituti finanziari di Francia, Svizzera e Germania.

Questi dati fanno emergere con ancora maggiore chiarezza come il modello dell'eccesso di risparmio abbia dei limiti notevoli in quanto non riesce assolutamente a fotografare la situazione finanziaria globale.

La crisi iniziata nel 2008 si è trasmessa a livello internazionale in modo rilevante proprio attraverso gli strumenti finanziari Usa detenuti dalle banche europee e non verso i paesi emergenti in surplus di conto corrente.

### 2.5.3 L'eccesso di elasticità del sistema finanziario internazionale

Le considerazioni appena fatte in merito ai limiti del modello classico di eccesso di risparmio portano a chiedersi quale sia allora il fondamento delle crisi finanziarie mondiali che sempre più frequentemente si presentano.

Il problema di fondo consiste nel capire come mai vi possano essere situazioni di concessioni di credito oltre le reali necessità del mercato, eccessi che mettono a rischio l'intero sistema e che alimentano essi stessi gli sbilanci di conto corrente.

La questione può essere sintetizzata nel concetto di "elasticità". Con questo termine si indica il grado di vincoli che esistono nel sistema finanziario proprio per "guidare" gli operatori economici evitando che si crei un eccesso di credito nel sistema e quindi di consumi.

Ovviamente i vincoli di cui si parla sono quelli posti proprio dalle autorità di politica monetaria.

Questa serie di "norme" a salvaguardia del sistema dovrebbero intervenire per scongiurare crisi finanziarie che creano danni ingenti a tutto il sistema economico e le banche centrali, attraverso i loro classici strumenti di politica monetaria, dovrebbero essere estremamente reattive in modo da correggere esse stesse eventuali pericolose tendenze ad eccessi di liquidità che sono alla base di bolle finanziarie potenzialmente disastrose.

Si dovrebbero ripensare le stesse politiche interne delle banche centrali, forse troppo concentrate solo sulle problematiche inerenti la stabilità del tasso d'inflazione senza porre sufficiente attenzione agli eccessi del sistema creditizio che, accompagnato da incrementi generalizzati dei prezzi, è il carburante ideale per sostenere sbilanci finanziari.

A livello internazionale grossi problemi creano i diversi sistemi monetari che limitano la capacità delle singole autorità di politica monetaria nel guidare i sistemi finanziari. In un'economia molto aperta come quella attuale non è possibile controllare pienamente dall'interno l'utilizzo di una moneta e le regole che la disciplinano e proprio il dollaro americano ne è l'esempio, essendo

utilizzato in moltissimi paesi per le più svariate funzioni. Il problema è risultato evidente dopo il crollo dei titoli delle dot.com dove la crisi economica che ne seguì spinse le autorità monetarie dei paesi sviluppati, non solo negli Usa, ad una politica di tassi d'interesse particolarmente bassi, incoraggiando l'afflusso di capitali dall'estero. Le economie che non gradivano un apprezzamento delle loro monete si trovarono a dover risolvere il dilemma se far apprezzare le proprie valute, rischiando di bloccare la loro crescita economica interna, o accumulare riserve internazionali specialmente in dollari americani. Il risultato fu una combinazione di parziale rivalutazione delle monete dei paesi emergenti ed un grande accumulo di riserve, vincolando ancora di più queste economie a politiche monetarie estere che incidono direttamente sulle proprie riserve ufficiali, spesso generando contrasti di interessi. Tutto ciò ha aiutato a mantenere bassi i tassi di interesse dei titoli del tesoro americano deprimendo il premio di rischio implicito negli stessi e costituendo un ulteriore volano per la crescita esponenziale del credito globale.

L'esperienza degli ultimi anni ha visto i paesi sviluppati arrancare nella loro modesta crescita economica con un persistente sottoutilizzo delle proprie risorse e dall'altro lato i paesi emergenti crescere a ritmi frenetici e questo, unito ai tassi di interesse particolarmente bassi, ha spinto ad un aumento degli afflussi di capitale verso le economie emergenti innalzando le pressioni per una rivalutazione delle loro monete e supportando un incremento dei costi del credito e degli assets, creando le fondamenta per una evoluzione degli sbilanci finanziari globali.

Questa analisi induce a considerare come fondamentale la cooperazione internazionale tra autorità di politica monetaria che non dovrebbero più guardare solo ai propri confini nazionali ma aver riguardo all'intera area su cui hanno effetto le proprie decisioni.

A livello domestico si dovrebbe andare oltre la difesa strenua della stabilità del tasso d'inflazione, avendo particolare riguardo per tutti quegli indici che fanno presupporre che vi sia il rischio di ulteriori sbilanci finanziari.

Dovrebbero essere fissate delle regole che permettano di coordinare gli

interventi delle autorità di politica monetaria di più paesi, cercando in particolar modo di mitigare l'elasticità dei mercati finanziari e riducendo l'eccesso di credito in circolazione e conseguentemente gli squilibri finanziari.

La cooperazione internazionale deve essere attuata anche per allocare in modo appropriato le risorse, evitando che vi siano paesi che ne utilizzano più di quelle che producono generando rischi concreti di tendenze protezionistiche che degenererebbero ulteriormente l'attuale situazione di squilibrio globale.

### **CAPITOLO III: L'ANALISI DEI DATI DELL'ULTIMO DECENNIO:**

Questo capitolo è dedicato all'elaborazione dei dati macroeconomici rilevati nell'ultimo decennio al fine di comprendere l'evoluzione degli squilibri globali e la loro entità. A tale scopo vengono analizzate le tre macro-aree economiche di Stati Uniti, Area euro e Cina.

L'analisi viene focalizzata sui dati relativi alle bilance dei pagamenti, ai consumi interni, al prodotto interno lordo ed alla dinamica dei tassi di cambio di ciascuna area economica.

Tutti i dati sono tratti dalla "International Financial Statistics", banca dati del Fondo Monetario Internazionale aggiornata a Maggio 2011.

#### **3.1. Bilancia dei pagamenti**

Un primo passo fondamentale è la comprensione dell'evoluzione delle bilance dei pagamenti in quanto rappresentano il fulcro essenziale delle problematiche espresse in questa tesi.

I dati vengono analizzati per macro-categorie in modo da focalizzare l'attenzione sull'evoluzione del problema nel suo complesso. In seguito vengono approfondite più attentamente le singole voci che compongono i tre prospetti al fine di fare un'analisi più dettagliata delle singole problematiche ed evidenziare le specificità che si riscontrano in ogni area geografica considerata. La banca dati del Fondo Monetario Internazionale aggiornata a Maggio 2011 riporta i valori della bilancia dei pagamenti cinese solo fino al 2009 essendo il 2010 ancora non disponibile e pertanto in alcune tabelle viene espressamente rilevato che questa annualità non è considerata.



## Bilancio dei pagamenti

### CINA

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Conto Corrente	20,52	17,4	35,42	45,87	68,66	160,82	253,27	371,83	436,11	297,14	n.d.
Movimenti di capitale	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,07	4,1	4,02	3,1	3,05	3,96	n.d.
Movimenti finanziari	1,96	34,83	32,34	52,77	110,73	58,86	2,64	70,41	15,91	142,76	n.d.
Errori ed omissioni	-11,75	-4,73	7,5	38,85	10,53	27,19	24,72	15,31	24,48	-43,35	n.d.
Riserve Ufficiali	-10,69	-47,45	-75,22	-137,46	-189,85	-250,98	-284,65	-460,65	-479,55	-400,51	n.d.

### AREA EURO

Conto Corrente	-83,83	-24,23	44,53	24,9	81,19	19,18	-0,33	24,85	-187,78	-64,5	-77,19
Movimenti di capitale	8,43	5,11	10,32	14,34	20,46	14,24	11,74	5,41	14,18	8,36	12,1
Movimenti finanziari	50,67	-41,37	-15,32	-47,56	-122,86	-71,38	-27,23	-7,47	169,78	96,81	104,38
Errori ed omissioni	8,58	44,03	-36,55	-24,48	5,65	15,05	18,38	-17,1	8,69	19,12	-33,19
Riserve Ufficiali	16,15	16,45	-2,97	32,8	15,56	22,91	-2,57	-5,69	-4,86	-59,8	-6,1

### STATI UNITI

Conto Corrente	-416,37	-397,16	-458,08	-520,67	-630,49	-747,6	-802,64	-718,1	-668,86	-378,44	-470,25
Movimenti di capitale	0	13,2	-0,14	-1,82	3,05	13,12	-1,79	0,38	6,01	-0,14	-0,15
Movimenti finanziari	477,99	405,16	504,2	531,36	529,53	686,62	806,77	638,28	582,7	268,24	237,09
Errori ed omissioni	-61,32	-16,28	-42,29	-10,39	95,11	33,76	-4,74	79,56	84,99	162,52	235,14
Riserve Ufficiali	-0,29	-4,93	-3,69	1,53	2,8	14,1	2,39	-0,13	-4,84	-52,18	-1,82

Tabella 5: Bilancio dei pagamenti dell'ultimo decennio Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

### 3.1.1 Conto corrente (il dato cinese del 2010 non è disponibile)

Si ricorda preliminarmente che il conto corrente esprime i movimenti sia del saldo commerciale, ossia delle transazioni internazionali di merci e servizi, che del saldo da redditi e trasferimenti, cioè degli incassi/pagamenti del fattore lavoro, capitale e di altre entrate/uscite come aiuti, donazioni, ecc.

E' importante analizzare questo dato in quanto evidenzia immediatamente eventuali squilibri nelle transazioni internazionali di una determinata area, come risulta dalla tabella e dal grafico seguente:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cina	20,52	17,4	35,42	45,87	68,66	160,82	253,27	371,83	436,11	297,14	n.d.
Area Euro	-83,83	-24,23	44,53	24,9	81,19	19,18	-0,33	24,85	-187,78	-64,5	-77,19
Stati Uniti	-416,37	-397,16	-458,08	-520,67	-630,49	-747,6	-802,64	-718,1	-668,86	-378,44	-470,25

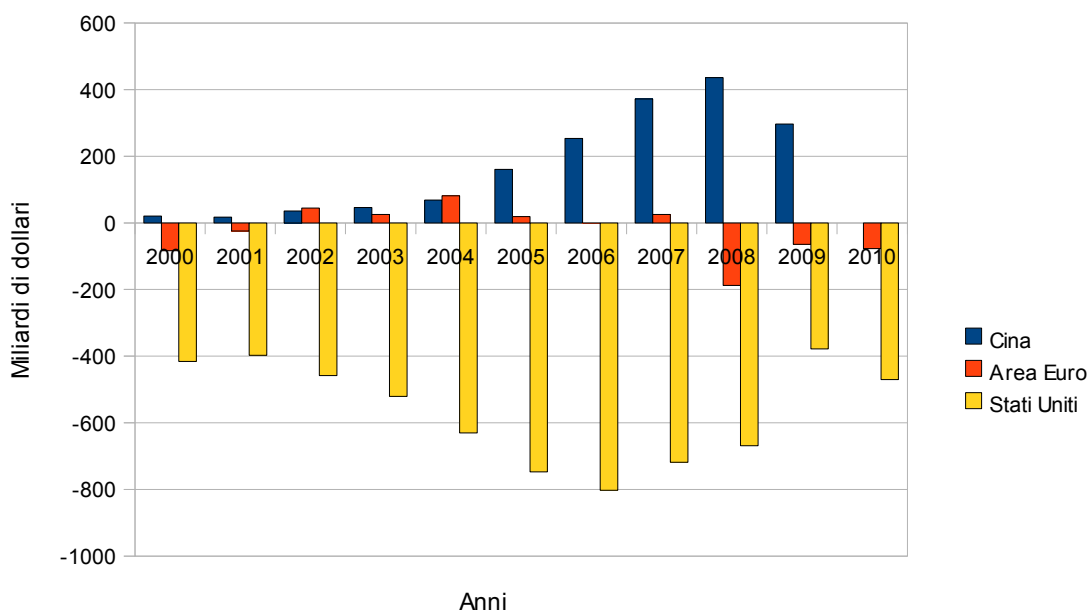


Tabella 6 e Grafico 9: Evoluzione dei conti correnti Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

La Cina mostra una tendenza a surplus di conto corrente che appare in costante aumento con una accentuazione dal 2005 in poi. Il dato esprime in modo estremamente significativo l'anomalia cinese per cui è necessario esportare una quota consistente del proprio prodotto interno vista l'insufficiente dinamica dei consumi interni rispetto alla crescente capacità produttiva del paese.

Gli Stati Uniti rappresentano l'esatto opposto, con consumi talmente elevati rispetto alla propria produzione interna tali da dover costantemente ricorrere ad importazioni dall'estero generando un costante deficit di conto corrente. Nel

2006 lo sbilancio raggiunge il suo apice arrivando ad un deficit pari ad ottocento miliardi di dollari, mentre negli anni successivi il trend sembra invertirsi fino a giungere al 2010 a quattrocentosettanta miliardi di dollari di deficit. Al riguardo è interessante notare che, vista l'instabilità economica e finanziaria degli ultimi anni ed il continuo pressing degli enti internazionali, l'amministrazione Obama ha più volte affermato come sia importante per gli Stati Uniti risolvere il problema dei deficit di conto corrente, evidenziando una positiva presa di coscienza della problematica che sta generando una situazione globale insostenibile. Le stesse agenzie di rating internazionale hanno da poco messo sotto osservazione la valutazione di affidabilità massima da sempre concessa agli Stati Uniti proprio in considerazione anche degli sbilanci di conto corrente ed evidenziando che gli sforzi fatti per porre rimedio a questa problematica non sono ancora sufficienti paventando il rischio stesso che, visti gli appuntamenti elettorali del 2012 nel paese, la politica economica del presidente Obama non sia sufficientemente incisiva.

Nel mezzo tra le economie di Stati Uniti e Cina si pone l'Europa. L'analisi sull'area euro mostra una situazione abbastanza equilibrata con una alternanza tra conti corrente positivi e negativi che tendono comunque ad una situazione di equilibrio. L'unico dato preoccupante risulta essere lo sbilancio di centoottantasette miliardi di dollari del 2006 che però è in buona parte ridotto negli anni successivi arrivando al 2010 con un deficit di soli settantasette miliardi di dollari, pari ad un sesto di quello americano. Da questa analisi emerge quindi un'Europa in sostanziale equilibrio che però subisce le turbolenze mondiali di un'economia globalizzata che intreccia in modo indissolubile i rapporti tra macro-aree mondiali.

### 3.1.2. Riserve Ufficiali *(il dato cinese del 2010 non è disponibile)*

Il contraltare dei deficit di conto corrente è perfettamente espresso dai movimenti delle riserve ufficiali, ricordando la nota relazione per cui il saldo della bilancia dei pagamenti corrisponde proprio alla variazione delle riserve

ufficiali stesse:

$$BP = \Delta RU$$

Di seguito si propone la tabella di sintesi dell'evoluzione delle riserve ufficiali delle tre macro-aree interessate:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cina	10,69	47,45	75,22	137,46	189,85	250,98	284,65	460,65	479,55	400,51	n.d.
Area Euro	-16,15	-16,45	2,97	-32,8	-15,56	-22,91	2,57	5,69	4,86	59,8	6,1
Stati Uniti	0,29	4,93	3,69	-1,53	-2,8	-14,1	-2,39	0,13	4,84	52,18	1,82

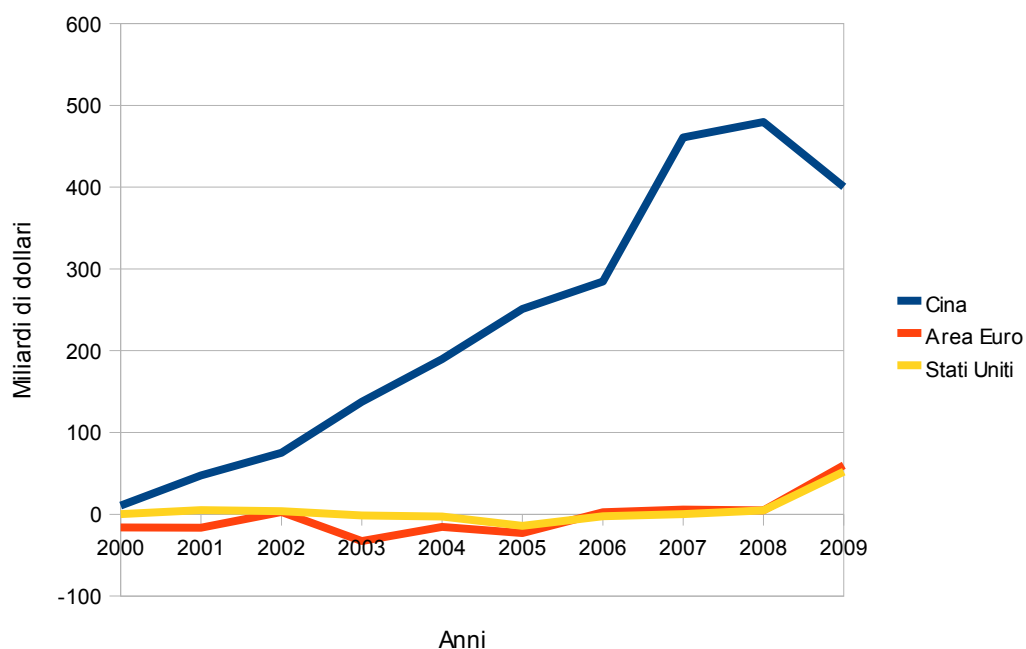


Tabella 7 e Grafico 10: Evoluzione riserve ufficiali Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

Il dato più significativo è rappresentato dalla Cina, la quale è passata da una variazione positiva di riserve ufficiali nel 2000 di dieci miliardi di euro a quattrocento miliardi nel 2009, anno in cui il dato comincia a ridurre il suo trend anche se in modo estremamente lieve. Anche da questi dati appare evidente come gli squilibri globali nell'ultimo decennio si siano acuiti invece che

ridursi, con l'anomala situazione della Cina che continua ad accumulare riserve dovute ai persistenti avanzi di conto corrente senza che vi sia ancora la capacità di incrementare in modo consistente la domanda e gli investimenti interni. Se vista da una prospettiva microeconomica l'accumulo di riserve corrisponderebbe all'incremento di risparmio e quindi ad una garanzia contro eventuali difficoltà finanziarie future, principio che da un punto di vista macroeconomico ha dei limiti. A mio parere un punto critico fondamentale è dato dal fatto che le riserve accumulate hanno come contropartita un indebitamento eccessivo da parte degli Stati Uniti ed in parte anche dall'Unione Europea con un effetto destabilizzante di notevole dimensione. Appare preoccupante il diffondersi del "contagio" finanziario all'Europa che, negli ultimi anni, a seguito della crisi finanziaria ed economica del 2008, ha cominciato ad essere sostenuta finanziariamente proprio dalla Cina, la quale ha acquistato volumi sempre più consistenti di debito pubblico di alcuni paesi europei in difficoltà quali il Portogallo al fine di sostenere il vecchio continente che, assieme agli Stati Uniti, rappresenta un importantissimo mercato di sbocco dove collocare la sovra-produzione cinese.

Le stesse riserve ufficiali cinesi sono detenute in valuta estera ed in primo luogo in dollari. Dagli assunti macro-economici precedentemente esposti, appare evidente che nel lungo termine, in un modo o nell'altro, la valuta americana sia destinata a deprezzarsi, facendo di fatto venir meno buona parte del valore effettivo delle riserve accumulate dalla Cina. Questa prospettiva a ben vedere potrebbe rappresentare essa stessa un fattore di auto-regolamentazione del mercato, riducendo l'indebitamento reale degli Stati Uniti ed il credito complessivo detenuto dalla Cina stessa. In una visione di politica economica questo scenario potrebbe apparire auspicabile soprattutto per gli Stati Uniti, i quali potrebbero nel futuro accettare una svalutazione del dollaro, e quindi le conseguenze che questo comporterebbe a livello internazionale, perché in parte controbilanciate proprio dalla riduzione reale dei debiti con l'estero. Da questi brevi spunti appare quindi evidente come gli assunti micro-economici non siano perfettamente corrispondenti con quanto

accade a livello macro-economico, dove opera il principio fondamentale dell'assenza d'illusione monetaria nel lungo periodo. Un approfondimento di questa tematica è svolto successivamente dove si descrive l'andamento dei tassi di cambio reali delle valute delle tre aree economiche analizzate.

### **3.2. Dati sui consumi e sul Prodotto Interno Lordo**

Dagli studi condotti nel capitolo secondo del presente elaborato, appare evidente come gli squilibri globali siano da attribuire in buona parte alle dinamiche interne della produzione e dei consumi delle singole macro-aree considerate. E' infatti evidente il nesso che unisce conto corrente con prodotto interno lordo e consumi in quanto, nella teoria dell'eccesso del risparmio, in parte anche nella visione evoluta fatta da Borio (2010), appare evidente che un paese il cui prodotto interno lordo è in costante eccesso rispetto ai fabbisogni domestici dati dai consumi e dagli investimenti, questo stesso paese dovrà ricorrere alle esportazioni per "smaltire" ciò di cui non ha bisogno. Al contrario, un paese come gli Stati Uniti dove il prodotto interno lordo risulta in crescita lenta mentre i consumi crescono in modo esponenziale, il ricorso a risorse prodotte all'estero appare l'ovvia soluzione. Tutto questo ha come correlazione immediata diretta proprio gli sbilanci di conto corrente sopra esposti e le relative variazioni delle riserve ufficiali.

Nella tabella seguente sono stati estrapolati e rielaborati i dati concernenti le dinamiche dei consumi interni delle tre aree economiche oggetto di analisi:

## Consumi e Pil:

CINA											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumi privati	554	597	641	696	788	887	1.030	1.256	1.591	1.773	nd
Consumi pubblici	189	211	227	242	270	322	383	472	601	650	nd
Consumi	743	808	867	938	1.057	1.209	1.413	1.728	2.192	2.424	nd
Pil	1.193	1.317	1.455	1.650	1.942	2.285	2.788	3.493	4.519	4.991	nd
Pil deflattore	84,05	85,68	86,8	89,47	95,65	100	105,4	110,43	119	118,39	nd

AREA EURO											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumi privati	3.590	3.648	3.963	4.880	5.553	5.846	6.102	6.956	7.698	7.176	6.974
Consumi pubblici	1.231	1.256	1.400	1.739	1.980	2.083	2.172	2.475	2.789	2.755	2.649
Consumi	4.820	4.905	5.364	6.619	7.534	7.929	8.274	9.431	10.487	9.931	9.623
Pil	6.235	6.334	6.929	8.502	9.702	10.195	10.721	12.370	13.593	12.436	12.077
Pil deflattore	89,67	91,86	94,21	96,27	98,08	100	101,92	104,33	106,45	107,47	108,36

STATI UNITI											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumi privati	6.830	7.149	7.439	7.804	8.285	8.819	9.323	9.806	10.105	10.001	10.349
Consumi pubblici	1.427	1.524	1.640	1.757	1.860	1.978	2.093	2.218	2.383	2.412	2.491
Consumi	8.257	8.673	9.079	9.561	10.145	10.797	11.416	12.024	12.487	12.413	12.840
Pil	9.951	10.286	10.642	11.142	11.868	12.638	13.399	14.062	14.369	14.119	14.660
Pil deflattore	88,65	90,65	92,12	94,1	96,77	100	103,26	106,3	108,62	109,62	110,66

Tabella 8: Consumi e Pil

Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

La dinamica del Pil comparata è ben espressa dal dato che esprime il 2005 come base di calcolo e corretto dal deflattore dell'inflazione al fine di scorporare la stessa in modo che non influenzi i dati statistici:

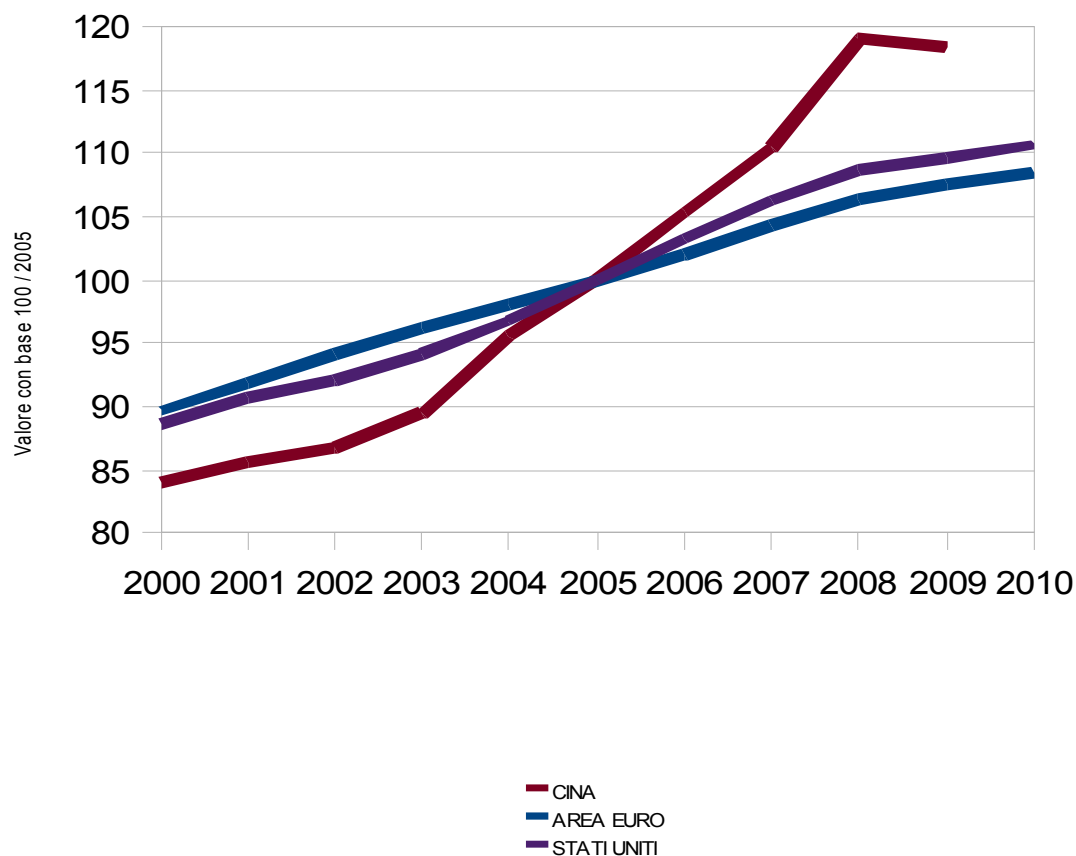


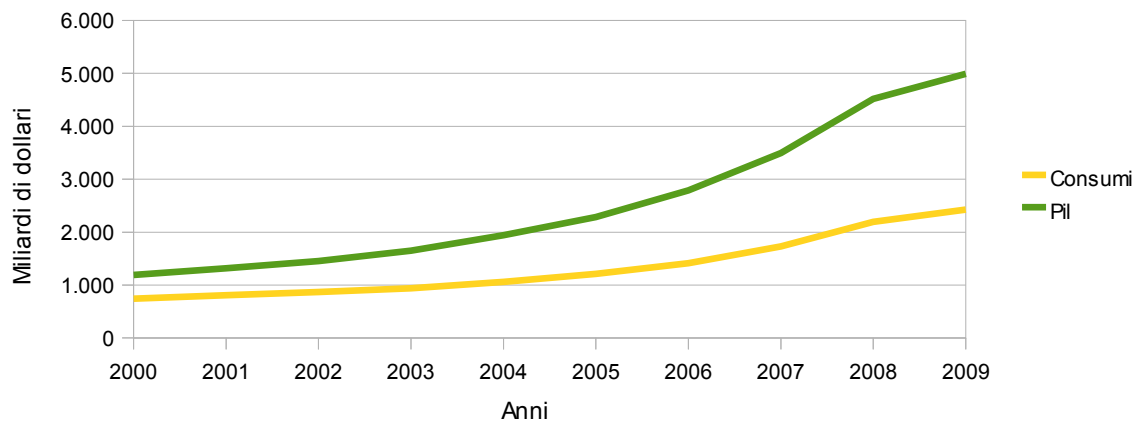
Grafico 11: Pil con deflattore

Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

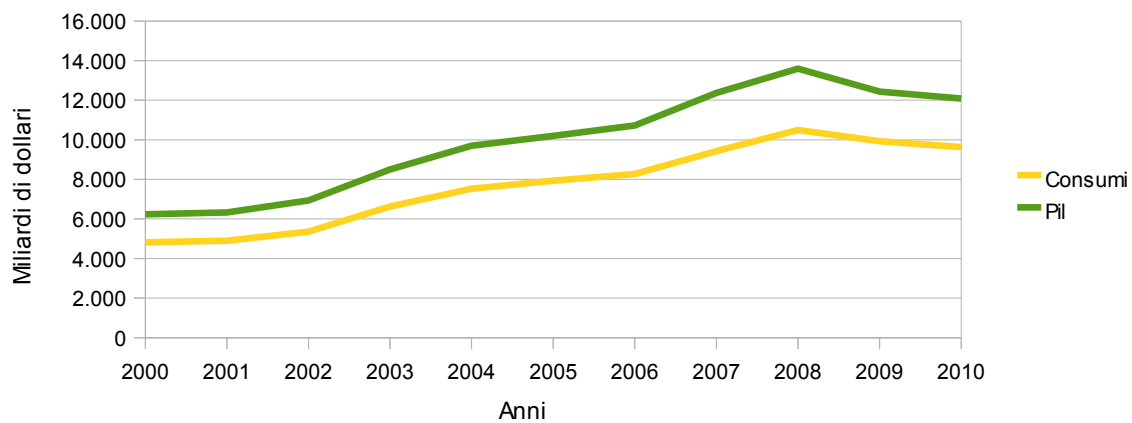
Dal grafico emerge la notevole espansione del Pil Cinese, tipica di un economia emergente, paragonata con quelle mature di Europa e Stati Uniti. Per ottenere l'equilibrio, soprattutto da parte cinese, la crescita a doppie cifre del Pil dovrebbe essere accompagnata da una pari crescita dei consumi interni e degli investimenti, cosa che non avviene come meglio evidenziato dai seguenti grafici, dove vengono posti a confronto proprio l'evoluzione di Consumi e Prodotto Interno Lordo delle tre aree economiche oggetto di studio:



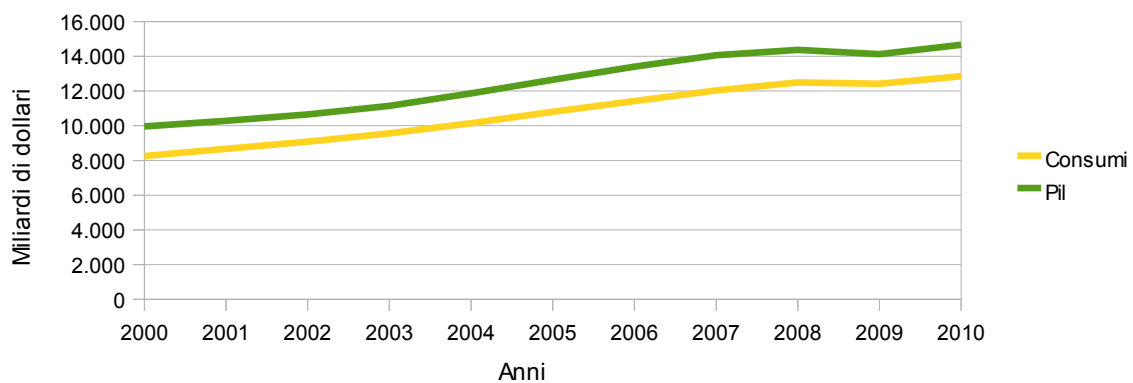
### Dinamica Consumi / Pil Cina



### Dinamica Consumi / Pil Area Euro



### Dinamica Consumi / Pil Stati Uniti



Come si può notare, i dati sul prodotto interno lordo dell'Area euro e degli Stati Uniti seguono lo stesso andamento dei consumi, mentre la Cina evidenzia una "forbice" tra gli stessi ad ulteriore conferma dell'insufficiente espansione dei consumi cinesi.

Ulteriormente significativa è l'analisi della variazione percentuale dei consumi dal 2000 al 2009 (il dato cinese del 2010 manca e quindi l'annualità viene esclusa) scomposta tra privati e pubblici:

	Privati	Pubblici	Totale
Cina	220%	244%	226%
Area Euro	100%	124%	106%
Stati Uniti	46%	69%	50%

Tabella 9: *Variazione percentuale consumi*

Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

Da questa tabella emerge che tutte e tre le regioni economiche considerate hanno incrementato i loro consumi con una variazione più accentuata nel settore pubblico. Gli Stati Uniti sembrano non avere un trend eccessivamente accentuato, mentre l'Area euro ha un incremento pari al doppio rispetto agli Usa e la Cina un andamento decisamente positivo. I dati in termini di variazioni percentuali vanno quindi nella giusta direzione con la Cina che incrementa i propri consumi mentre gli Stati Uniti che li contengono ma, in valori assoluti (vedi tabella 8), gli Usa nel 2009 consumavano cinque volte tanto rispetto alla Cina il cui Pil era un terzo rispetto a quello americano, evidenziando ancor di più la scarsa dinamica dei consumi cinesi rispetto a quelli Usa.

Da questa analisi è possibile trarre delle conclusioni maggiori sui motivi alla base degli attuali squilibri globali. Se è vero che gli Stati Uniti mostrano una spinta consumistica notevole, questa potrebbe essere indotta in buona parte proprio dai problemi di consumo interni cinesi che andrebbero meglio analizzati

anche da un punto di vista sociologico. Stiamo assistendo all'evoluzione verso l'industrializzazione moderna di un paese quale la Cina che sino a poco tempo fa si trovava in una condizione esclusivamente rurale. Gli stessi cambiamenti sono avvenuti in Europa ed in America nell'ottocento ma ad un ritmo certamente minore, cosa che ha dato il tempo alla società occidentale di allora di modificare le proprie abitudini andando di pari passo con l'evoluzione industriale (nonostante qualche ben noto periodo di crisi intermedia). L'apertura cinese al libero mercato, anche se "guidata" dagli stessi apparati politici centrali, è stata comunque troppo veloce per essere assimilata dalla popolazione. Questa enorme problematica traspare sempre più frequentemente nei discorsi ufficiali del governo cinese e nelle relazioni stilate dai propri tecnici, dove appare urgente lo sviluppo della parte rurale del paese (che ancora rappresenta la stragrande maggioranza della popolazione) al fine di rendere sostenibile l'impressionante espansione della capacità produttiva stessa. Tutto ciò emerge dai piani quinquennali di sviluppo nei quali l'obiettivo è passato da una sostenuta crescita della produzione interna ad uno sviluppo rapido della società cinese cercando di portarla nel più breve tempo a stili di vita che di fatto, anche se difficilmente verrà ammesso, ricalcano in parte quelli occidentali. Solo raggiungendo l'obiettivo di sviluppo sociale interno si potranno sviluppare i consumi e gli investimenti a tal punto da assorbire il prodotto nazionale. L'evoluzione dei sistemi di comunicazione globale ha reso il mondo "più piccolo" ed incrementato in modo esponenziale la velocità di evoluzione in qualsiasi settore, in particolare quello economico, andando oltre le naturali capacità della società di evolversi di conseguenza.

Questa breve analisi a mio parere potrebbe fare maggiore chiarezza sulle origini sottostanti gli squilibri globali, forse generati in buona parte proprio dalla eccessiva velocità di evoluzione dell'economia cinese che sta creando squilibri in termine di produzione/consumi su una popolazione di oltre un miliardo di persone, con conseguenze a livello globale e inevitabili sbilanci in un'economia sempre più interconnessa. In un'ottica diversa si potrebbe quindi

ipotizzare che l'eccesso di consumi negli Stati Uniti sia stato indotto anche da errori passati di politica monetaria spesso troppo espansiva che ha generato bolle come quella immobiliare creando gravi problemi finanziari internazionali, ma sia in buona parte indotta proprio dall'eccesso di produzione cinese rispetto ai consumi interni. In poche parole la produzione in eccesso da qualcuno deve essere smaltita e gli Stati Uniti, imperniati su un'economia consumistica, avrebbero rappresentato proprio la "valvola di sfogo" dell'economia cinese. Come sempre è accaduto non sarebbero quindi decisioni di politica economica ad aver generato l'attuale situazione ma piuttosto una inevitabile conseguenza dello sviluppo globale indotto dalle nuove tecnologie. Come appare evidente da quanto esposto nel capitolo secondo, questa situazione nel lungo termine non può persistere e le autorità monetarie hanno comunque gli strumenti per "accompagnare" il riequilibrio del sistema affinché avvenga con i minori traumi possibili ed uno di questi strumenti è proprio rappresentato da una corretta politica sui tassi di cambio la cui evoluzione viene di seguito esposta.

### **3.3 La dinamica dei tassi di cambio reali:**

Dopo aver analizzato la serie decennale dei dati sugli andamenti di conto corrente delle tre aree interessate, di seguito si propongono i dati sulla variazione dei tassi di cambio reale che considerano non solo il tasso nominale ma anche l'effetto dell'inflazione registrata nel singolo paese depurandolo proprio della stessa. Le variazioni di seguito esposte sono il risultato dell'elaborazione delle singole fluttuazioni che ciascuna moneta ha con un paniere di valute con cui il paese opera maggiormente in modo che il dato sia il più significativo possibile.

Nella tabella seguente il 2005 forma la base 100 di paragone:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cina	108,54	113,21	110,58	103,33	100,55	100	101,58	105,61	115,32	119,41	118,95
Area Euro	82,71	83,83	87,52	98,58	102,31	100	99,17	101,38	104,46	105,98	96,99
Stati Uniti	107,8	113,9	113,62	106,37	101,39	100	99,43	94,76	91,02	95,25	91,59

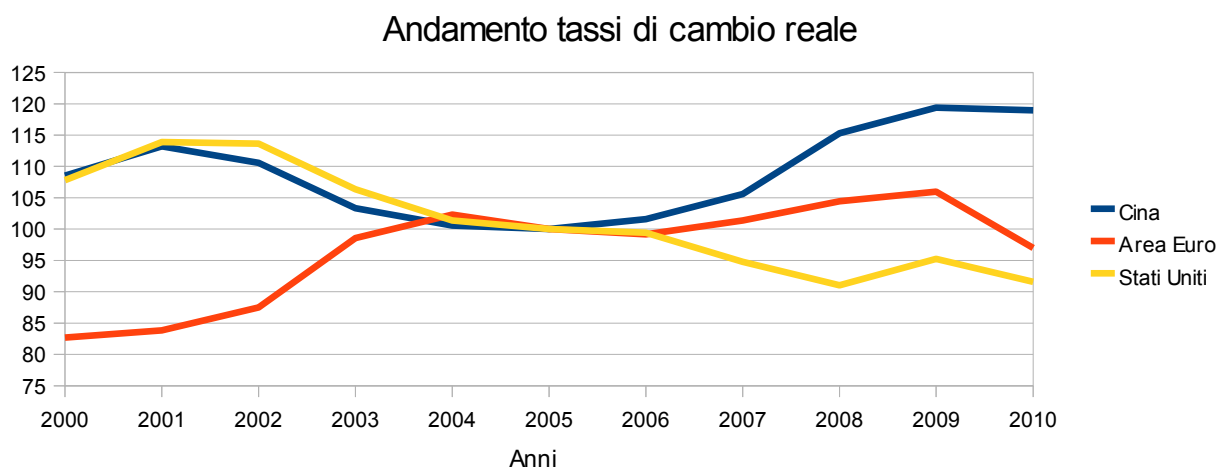


Tabella 10 e grafico 15: Tassi di cambio reale

Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

Si noti che il grafico espone l'andamento percentuale delle variazioni delle valute e non indica la correlazione tra le stesse ma vuole solo evidenziare la diversa dinamica delle une rispetto alle altre.

Per capire se i tassi di cambio hanno risposto in modo ottimale alle variazioni di conto corrente delle singole aree, contribuendo quindi ad un riequilibrio degli stessi, è utile l'analisi delle variazioni percentuali dei cambi dal 2000 al 2009 e di quelle assolute del conto corrente (si considerano i dati sino al 2009 poiché il valore del conto corrente cinese 2010 alla data di redazione del presente documento non è presente):

Variazione percentuale cambi dal 2000 al 2009

Variazione assoluta conto corrente dal 2000 al 2009:

Cina	10,01%
Area Euro	28,13%
Stati Uniti	-11,64%

Tabella 11: *Variazione cambi*

Cina	1707,04
Area Euro	-166,02
Stati Uniti	-5738,41

Tabella 12: *Variazione conto corrente*

Fonte: Banca dati FMI "International Financial Statistics" - Maggio 2011

Le due tabelle sopra riportate mostrano con evidenza che, seppure i tassi di cambio seguano la giusta direzione per un aggiustamento automatico degli sbilanci di conto corrente, le loro variazioni sono estremamente modeste rispetto a quanto sarebbe necessario viste le variazioni assolute dei conti corrente dei relativi paesi. Si può quindi affermare che le dinamiche dei tassi di cambio nell'ultimo decennio non hanno funzionato correttamente per riequilibrare gli sbilanci di conto corrente. Questa situazione è dovuta anche alle politiche monetarie adottate da Stati Uniti e Cina con quest'ultima che, sino al 2004, ha ancorato in modo fisso il proprio tasso di cambio al dollaro Usa e dal 2005 ne ha permesso una lieve fluttuazione nell'ambito di un range stabilito al fine di sostenere le proprie esportazioni. Se nel breve termine questa politica ha prodotto benefici all'economia cinese, nel lungo termine rischia di produrre un riequilibrio drastico e con effetti gravissimi sull'economia globale di difficile previsione. Appare quindi a maggior ragione sempre più urgente che la Cina riesca nel suo intento di sviluppare i consumi interni, permettendo gradualmente al renminbi di rivalutarsi ed al dollaro di svalutarsi come dovrebbe avvenire in un mercato valutario libero, facendo sì che le importazioni statunitensi di prodotti e servizi cinesi diventino più costose e stimolando o una crescita della produzione interna statunitense o una riduzione dei consumi (pericolosa per le possibili conseguenze economiche) o ancor meglio un mix di entrambi i fattori. Questo riequilibrio valutario dovrebbe portare ad un riequilibrio delle bilance dei pagamenti e far cessare gli attuali terremoti finanziari che sempre con maggior frequenza colpiscono le economie

globali con un effetto deleterio anche sull'economia reale che in queste condizioni non prospera come invece potrebbe.

## Conclusioni

Dal secondo capitolo è emerso che il dibattito su quali siano le cause, sulla sostenibilità e su quali scenari futuri si prospettino è ancora molto acceso in quanto è ad oggi impossibile avere certezza dell'evoluzione futura dell'attuale situazione di squilibrio globale che stiamo vivendo.

Nonostante le varie correnti di pensiero, sembra comunque che la maggioranza degli economisti sia concorde sul fatto che un riequilibrio delle bilance dei pagamenti sia prevedibile, anche se non è possibile stabilirne le tempistiche e le modalità. Probabilmente anche la svalutazione del dollaro e l'entrata a pieno titolo nel libero mercato del renminbi cinese dovranno avvenire e tali eventi contribuiranno al riequilibrio del sistema.

I dati aggiornati elaborati nel terzo capitolo confermano appieno quanto affermato nel secondo ed anzi evidenziano che, non solo nessun riequilibrio sostanziale è avvenuto, ma che nell'ultimo decennio il problema si è addirittura acuito e le politiche economiche adottate sembrano essere insufficienti per affrontarlo nella sua entità.

Entrando nel merito dei dati per singola macro-area elaborati proprio nell'ultimo capitolo emergono alcune considerazioni sostanziali.

In primo luogo appare evidente che l'Europa si trova in uno stato di parziale equilibrio, con conti correnti poco sbilanciati ma ovviamente coinvolta a pieno titolo nelle problematiche economiche in quanto intrattiene rapporti con il resto del mondo, tanto da sembrare quasi schiacciata tra Cina e Usa.

Gli Stati Uniti, affamati di consumi, mantengono il loro stile di vita importando beni e servizi ed indebitandosi a ritmi elevati con i paesi emergenti e l'Europa. Dall'altro lato la Cina sta attraversando una fase di rapido sviluppo e si trova ad affrontare sfide interne di immani proporzioni, in particolare deve aumentare i consumi cambiando di fatto lo stile di vita dei propri cittadini non in più generazioni ma in una sola. I dati analizzati su prodotto interno lordo e consumi hanno evidenziato che questi ultimi stanno aumentando ma ad un ritmo decisamente inferiore rispetto al Pil alimentando ancor di più le riserve in



bilancia dei pagamenti.

Da un punto di vista microeconomico, se Cina e Stati Uniti fossero due piccole imprese operanti sul libero mercato, entrambe andrebbero probabilmente in default perché una consuma più delle proprie possibilità (è in perdita) ed ha un livello d'indebitamento molto elevato, mentre l'altra ha un eccesso di produzione ed il suo maggior cliente sembrerebbe poco affidabile, creando una situazione insostenibile che farebbe uscire dal mercato entrambi i soggetti.

Su scala macroeconomica la situazione cambia in quanto i clienti/fornitori sono pochi perché costituiti da macro-aree. La Cina può vendere i suoi prodotti in eccesso rispetto al fabbisogno interno solo a pochi "clienti" tra cui gli Stati Uniti rappresentano un mercato di sbocco fondamentale e quindi non sostituibile. Il mondo stesso ha bisogno del gigante cinese per sostenere il proprio sistema consumistico. Tutto ciò fa sì che si generi una spirale per cui i problemi sembrano acuirsi invece che ridursi. La stessa politica di pegging adottata dalla Cina appare evidente dai dati relativi all'evoluzione dei tassi di cambio reali, dove il renminbi cinese non si è certamente rivalutato proporzionalmente alla crescita economica e delle esportazioni, alimentando ulteriormente queste ultime e dando ancor più spazio agli Stati Uniti per consumare in modo irrazionale prodotti a basso costo. Paesi come l'America e quelli nord europei, secondo ovvie logiche microeconomiche, hanno spostato la propria attività d'impresa da quella caratteristica di tipo produttivo/industriale a quella commerciale di supporto proprio alle importazioni, minando i sistemi economici alla loro radice. La finanza ha preso il sopravvento sull'economia reale senza che le autorità di politica monetaria nulla facessero per contrastare gli eccessi propri del mercato finanziario, alimentando ulteriormente gli squilibri e compromettendo gravemente la solidità del sistema creditizio nel suo complesso ed in particolare quello europeo ed americano. La crisi finanziaria del 2008 si è trasmessa dalle banche private ai singoli stati europei minando la credibilità internazionale dei conti pubblici e quindi innescando un pericolosissimo effetto a catena.

In questo contesto solo serie politiche economiche concordate nel lungo

termine possono risolvere uno squilibrio che non può comunque persistere per sempre. Le autorità di politica monetaria dovrebbero "accompagnare" il riequilibrio del sistema, facendo andare di pari passo la crescita dei consumi interni cinesi con una rivalutazione graduale del renminbi e la conseguente svalutazione del dollaro, senza creare shock economici che porterebbero l'intera economia mondiale in una fase di stallo e quindi di recessione per un periodo difficilmente prevedibile. Seri presidi istituzionali andrebbero poi attivati per evitare degenerazioni finanziarie.

In un era globale appare sempre più indispensabile una seria cooperazione tra aree economiche, evitando gli scontri e favorendo il ruolo di organismi internazionali come il Fondo Monetario Internazionale al fine di costituire una "cabina di regia" distante dagli incostanti umori della politica interna di ciascun paese attenta solo ai risultati elettorali di breve termine piuttosto che a lungimiranti politiche. A tale proposito può essere d'esempio proprio l'autonomia e l'indipendenza che è stata assegnata alla Banca Centrale Europea ed ai suoi organi di governo affinché, in periodi di turbolenza economica e finanziaria come gli attuali, essa sia indipendente dalla politica dei singoli paesi europei evitando il rischio di essere eccessivamente espansiva e quindi dare benefici immediati a fronte di problematiche future di maggiore entità.

In tale contesto è indispensabile riconsiderare in modo sereno i futuri equilibri politici mondiali derivanti dall'evoluzione economica perché solo in questo modo si può analizzare lo sviluppo cinese in una veste positiva, guardando all'oriente come ad un enorme mercato in espansione dove acquistare e vendere in una osmosi di reciproco vantaggio.

Dopo questo approfondimento è mia personale convinzione che il periodo che stiamo attraversando sia transitorio anche se è difficile prevedere in quanto tempo le dinamiche del libero mercato, coniugate con saggi interventi di politica monetaria, possano ristabilire l'equilibrio globale. Gli sbilanci sono

estremamente ampi e questo significa che servirà molto tempo per poterli riassorbire in un contesto compatibile con una crescita economica generale. Nel frattempo viviamo in un'epoca di estrema fragilità che crea continui assestamenti "sismici" dovuti proprio ai problemi di fondo. Si potrebbe quindi affermare che la problematica degli squilibri globali sia la madre di tutti i problemi che imperversano in questi anni come la crisi dei sistemi bancari e di alcuni stati europei e come il perdurare di una situazione economica dove il prodotto interno lordo cresce a ritmi incostanti. E' molto probabile che dopo tale periodo di passaggio, quando le bilance dei pagamenti delle varie aree economiche torneranno in equilibrio e i tassi di cambio potranno fluttuare liberamente in condizioni di libero mercato, il mondo viva una nuova era di prosperità, anche se la lezione fondamentale che ci viene proprio dall'attuale contesto è quella che l'evoluzione economica ha assunto ritmi talmente veloci da rendere spesso incapace la società di adeguarvisi con le stesse tempistiche. Si tratta ora di capire se vogliamo essere come il simpatico "Willy il coyote", accecati dalla nostra fame di consumi indotta da un sistema economico insostenibile e quindi destinati ad un brusco riequilibrio degli sbilanci globali, oppure essere quegli agenti economici razionali (anche se parzialmente) di cui parla la teoria economica neo-keynesiana, che da alcuni sembra essere stata accantonata, ma che risulta essere sempre l'unica valida e concreta.

Il motivo per cui ho deciso di basare la mia tesi di laurea proprio sugli squilibri globali deriva dalla mia personale convinzione che sia fondamentale capire lo scenario macroeconomico in cui viviamo per poter meglio affrontare i nostri problemi quotidiani di tipo microeconomico. Solo con una visione globale ed informata d'insieme possiamo infatti operare in modo razionale ed ottimale.

Maggio 2011.

Flavio Frezza

## Bibliografia:

Barucci E., Messori M., Tamborini R., Targhetti F. (2009), *Oltre lo shock, globalizzazione, squilibri e crisi*, Egea, Milano, pp. 3-25 (2009).

Bems R., L. Dedola e F. Smets, (2007), US imbalances: The role of technology and policy, *Journal of International Money and Finance*, vol. 26(4), 523-545.

Bernanke B., (2005), The global savings glut and the U.S. current account deficit, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC, Marzo 2010.

Blanchard O., Giavazzi F. e F. Sa, (2005) The U.S. current account and the dollar, *Brookings Papers on Economic Activity* **1** (2005), 1-49.

Borio C. e Piti Disyatat, (2010), Global imbalances, interest rates and the financial crisis: A reconsideration, *AEPR Journal* (Vol. 5 n. 2).

Caballero R.J., E. Farhi e P.O. Gourinchas, (2007), An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates, *American Economic Review*.

Dooley M.P., P. M. Garber e D. Folkerts-Landau, (2007), The Two Crises of International Economics, *NBER Working Papers* 13197.

Edwards S., (2005), The end of large current account deficits, 1970-2002: Are there lessons for the United States?, *The Greenspan era: Lessons for the future*, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 205-268.

Edwards S., (2006), The U.S. current account deficit: Gradual correction or abrupt adjustment? *Journal of Policy Modeling*, Vol. 28, Pubblicazione 6, Settembre 2006, 629-643.

Eichengreen B., (2004), Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, *Économie Internationale*, No. 100, Pubblicazione 4.

Eichengreen B., (2006a), The blind men and the elephant, *Issues in Economy Policy* No.1, Gennaio 2006 The Brookings Institution.

Eichengreen B., (2006b), Global imbalances: The new economy, the dark matter, the savvy investor, and the standard analysis, *Journal of Policy Modeling*, Vol 28, Pubblicazione 6, pp. 645-652.

Hausmann R. and F. Sturzenegger, (2006), Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations, Harvard University Center for International Development, *Working Paper* No. 124 (Settembre).

Hunt B. and A. Rebucci, (2005), The US dollar and the trade deficit: what accounts for the late 1990s?, *International Finance* **8** (2005) (3), 399–434.

Kitchen J., (2006), *Sharecroppers or Shrewd capitalists? Projections of the U.S. current account, international income flows, and net international debt*, unpublished manuscript. Office of Management and Budget (Febbraio).

Krugman P., (2007), There will we a dollar crises?, *Economic Policy*, Luglio 2007, 435–467.

Mendoza E.G., Quadrini V. and Rios Rull (2007) Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances et al., *NBER Working Paper* 12909, Febbraio 2007.

Mussa M., (2004), Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalances. In: C. Fred Bergsten and John Williamson, Editors, *Dollar adjustment: How far? Against what?*, Institute for International Economics, Washington, DC, 113–138.

Obstfeld M. and K. Rogoff, (2006), The unsustainable U.S. current account position revisited, in Richard Clarida (ed.) *G7 Current account Imbalances: sustainability and adjustment*, Chicago editoria universitaria per NBER, Chicago.

Rajan R., (2006), Perspectives on Global Imbalances, *Remarks at the Global Imbalances Conference*, Gennaio 2006, Londra.

Roubini N. and Setser, B. (2005), Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006, *documento non pubblicato*, New York University e Oxford University.

Roubini Global Economics, (2010), *La guerra delle monete*, [www.roubini.com](http://www.roubini.com).

Wicksell, K (1898), *Geldzins und Güterpreise. Eine Untersuchung über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*. Jena: Gustav Fischer (tr., 1936: *Interest and Prices. A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, Londra: Macmillan).