

FINANZA
MONDIALE

Il disavanzo esterno Usa è vicino al 6% del Pil e il finanziamento del deficit da parte dei Paesi asiatici attraverso acquisti di titoli del Tesoro americano alimentano il dibattito tra gli economisti sulle strategie da intraprendere

Convivere con gli squilibri globali

Greenspan si muove tra preoccupazioni e rassicurazioni

I numeri

17 PER CENTO
Svalutazione del dollaro su base ponderata dal picco del febbraio 2002

35 PER CENTO
Svalutazione del dollaro sull'euro dal febbraio 2002

6 PER CENTO
Deficit delle partite correnti Usa in percentuale del Pil

47 MILIARDI
Il surplus commerciale cinese in dollari. Stima per il 2005

Per il Fondo monetario sono il pericolo più grave per l'economia mondiale. La liturgia del G-7, che si ripeterà di nuovo fra meno di un mese a Londra, prevede che a ogni riunione i ministri finanziari e i governatori lancino l'allarme e suggeriscano la cura, a parole condivisa, promettendo «azioni vigorose». E ogni volta si lascia che le cose continuino più o meno come prima, avvicinandosi, secondo molti osservatori, sempre di più all'orlo di un precipizio in cui cadrebbero economie reali e mercati finanziari.

Nel linguaggio paludato della diplomazia economica internazionale, sono gli "squilibri globali", la cui traduzione è il disavanzo esterno degli Stati Uniti, che sta per raggiungere il 6% del Prodotto interno lordo, e che ha per controparte gli avanzi dei Paesi asiatici. I quali a loro volta finanziano il deficit Usa a suon di acquisti di titoli del Tesoro americano, gonfiando le proprie riserve valutarie. Il sempre più vorace appetito del consumatore americano per i beni d'importazione ha generato crescita nel mondo (soprattutto in Asia, ma persino quel poco che c'è in

Europa) ed è stato controbilanciato finora da un appetito, anch'esso crescente, degli stranieri, privati, ma anche delle banche centrali asiatiche, per attività denominate in dollari. Il problema è che, su entrambi i lati dell'equazione, i numeri si sono progressivamente dilatati e la parola usata sempre più frequentemente per definire quest'evoluzione è «insostenibile». C'è un limite, ha detto di recente il governatore della Banca d'Inghilterra, Mervyn King, «all'ammontare di debito che un Paese può emettere prima che gli investitori comincino a preoccuparsi della sua abilità o della volontà di pagare».

Sulla insostenibilità della situazione, sembrò a un certo punto concordare persino il presidente della Federal Reserve, Alan Greenspan. Sorpre-

ndentemente, per chi è considerato un guardiano attento della stabilità dei mercati, nel novembre scorso a Francoforte, Greenspan riconobbe che «alla luce dell'importante deficit delle partite correnti degli Usa, vi sarà a un certo punto un calo dell'appetito degli investitori per gli strumenti finanziari in dollari. Gli investitori decideranno di aggiustare il proprio portafoglio oppure esigeranno rendimenti più elevati». I mercati valutari puntualmente punirono il dollaro, ritenendo che il capo della Fed ammettesse che un aggiu-

stamento doveva esserci e che questo sarebbe avvenuto favorendo una svalutazione del cambio che aiutasse a equilibrare il commercio estero americano. Il rischio è che una svalutazione del dollaro può generare, negli investitori stranieri che detengono attività denominate nella moneta Usa, il timore che il loro valore sia destinato a deprezzarsi sempre di più: le loro vendite allora si autoalimenterebbero, provocando rialzi dei tassi, crolli di Borsa e, presumibilmente, una recessione. Uno scenario che anche tre economisti della Fed, in un recente studio, chiamano di «correzione turbolenta», ammettendo che non può essere escluso.

Penitito di tanto, inconsueto candore, lo stesso Greenspan, nel febbraio di quest'anno, alla vigilia di un altro

G-7, tenne a precisare che in fondo il finanziamento del disavanzo americano non è poi così insostenibile, visto che la globalizzazione finanziaria facilita l'internazionalizzazione del risparmio (in altre parole l'attrazione da parte degli Usa, il cui risparmio è negativo, di quello altrui); la maggiore produttività degli Stati Uniti rende più attraenti i ritorni degli investimenti in dollari; la svalutazione del dollaro già avvenuta (che contro l'euro supera il 30%) sta finalmente facendo sentire i suoi effetti sulle esportazioni europee verso il mercato americano.

Sono rassicurazioni che non rassicurano del tutto, anche perché molti pensano che più l'aggiustamento viene rinviato, più il modo, alla fine, sarà doloroso. Gli stessi economisti della Fed, esaminando una serie di casi passati, trovano che l'esperienza storica, in più occasioni, indica che la correzione è stata benigna. Policy-maker, economisti e mercati finanziari si augurano che la storia si ripeta. Ma il dibattito in corso, anche nel G-7, dietro la facciata dei comunicati, segnala che certezze non ce ne sono.

ALESSANDRO MERLI

I numeri

3 VOLTE
Le riserve globali delle banche sono triplicate dal 1990

600 MILIARDI
Le riserve ufficiali della Cina a fine 2004 (in dollari)

60 PER CENTO
Le riserve ufficiali globali detenute dai Paesi emergenti

250 MILIARDI
L'aumento dei Treasuries detenuti dalle banche centrali asiatiche nel 2004 (in dollari)

PERPLESSI

Controproducente il rialzo dei tassi Usa

I più preoccupati di tutti sono i mercati finanziari, che per lungo tempo hanno bellamente ignorato gli "squilibri globali" puntando sulla crescita Usa e dimenticando che il disavanzo esterno degli Stati Uniti andava in qualche modo finanziato. Poi, si sono svegliati, cominciando a giocare al ribasso sul dollaro, consci che un aggiustamento andava fatto. Secondo i calcoli del capo economista del Fondo monetario, Raghuram Rajan, il disavanzo delle partite correnti Usa, pur tenendo conto della più alta produttività dell'economia Usa e della popolazione più giovane, va almeno dimezzato rispetto ai valori attuali.

La via maestra dell'aggiustamento dovrebbe essere quella dell'adozione delle politiche appropriate, indicate ormai invariabilmente nei comunicati del G-7: taglio del deficit fiscale Usa per ridurre la necessità di attrarre risparmi dall'estero; riforme strutturali in Europa per aumentare la produttività e quindi accelerare la crescita; flessibilizzazione del cambio (cioè rivalutazione) per i Paesi asiatici per frenare gli enormi avanzi commerciali. Il problema è che, come dice Rajan, i sette sembrano aver trovato un accordo su quel che c'è da fare, ma la volontà politica per farlo manca.

A un certo punto, gli osservatori di mercato hanno cominciato a pensare che l'aggiustamento degli squilibri potesse avvenire nel modo più doloroso, cioè con un tracollo del dollaro, che avrebbe portato un cataclisma sugli altri mercati finanziari. Oggi, questo scenario non viene ritenuto il più probabile. «Il dollaro — dice Jim O'Neill, capo degli economisti della Goldman Sachs — continuerà a scendere. Ma il suo collasso non è lo scenario principale, anche se cresce il rischio che, se gli Usa non dovessero più riuscire a finanziarsi sui mercati internazionali, la caduta del dollaro possa trasformarsi in una crisi».

Qualcuno ritiene che l'aumento dei tassi d'interesse avviato dalla Federal Reserve scongiurerà una fuga dal dollaro. Ma — osservano Olivier Blanchard e Filipa Sa, del Mit, e Francesco Giavazzi, della Bocconi — il rialzo dei tassi è controproducente. Temporaneamente, rafforza il dollaro, ma alla fine la svalutazione necessaria per aggiustare le partite correnti sarà ancora più ampia, perché l'accumulazione di passività estere accelererebbe e alla fine gli Usa dovrebbero finanziare un flusso ancora maggiore di pagamenti di interessi all'estero. I tre economisti ritengono che una riduzione del deficit di bilancio americano sia necessaria, ma che non possa sostituirsi al deprezzamento del dollaro: c'è bisogno di entrambi per ridurre il disavanzo esterno.

La Goldman Sachs ha appena pubblicato due studi dai quali si vede che l'enorme ammontare di riserve ufficiali (in gran parte in dollari) detenute dalle banche centrali asiatiche è ben al di sopra dei livelli ottimali e che nel 2005 ci sono segnali che i loro acquisti di titoli del Tesoro Usa si stiano ridimensionando nettamente rispetto all'anno scorso, anche per effetto della scomparsa dal mercato del Giappone, che all'inizio del 2004 intervenne massicciamente comprando dollari per impedire un'eccessiva rivalutazione dello yen. Il che, evidentemente, mette ancora più a fuoco il ruolo della Cina.

Pechino è stata oggetto di fortissime pressioni, soprattutto americane, perché abbandoni l'aggancio della propria valuta al dollaro, favorendone in questo modo la rivalutazione, nella speranza che questa argini l'impeto del suo export, ormai un problema politico gravissimo su entrambe le spon-

de dell'Atlantico. Lo sganciamento dello yuan dal dollaro avrebbe però l'effetto — ricordano Blanchard, Giavazzi e Sa — di togliere dal mercato un investitore con una preferenza estrema per strumenti denominati in dollari. E questo vorrebbe dire che probabilmente anche l'euro si apprezzerrebbe nei confronti del dollaro. La caduta della valuta Usa, osservano, non è necessariamente una catastrofe per gli Usa: di per sé porta a maggiore domanda e maggiore crescita e offre l'opportunità di ridurre il disavanzo pubblico senza provocare una recessione. Europa e Giappone dovrebbero rispondere alla rivalutazione delle loro valute allentando la politica monetaria e possibilmente quella fiscale: ma i margini non ci sono. Ancora una volta, rischiano di essere il vaso di coccio dell'economia mondiale.

A.M.E. Alan Greenspan, presidente della Federal Reserve (Corbis)



OTTIMISTI

Sbagliato pensare a turbolenze devastanti

Non per tutti l'aggiustamento degli squilibri globali passerà attraverso lacrime o sangue, o comunque attraverso turbolenze devastanti dei mercati finanziari, che finiscono per ripercuotersi sulle economie. Il G-7, come si è visto, punta sull'adozione di politiche appropriate, anche se poi ne rinvia la messa in atto. Il presidente della Federal Reserve, Alan Greenspan, indica le ragioni di modifica della struttura delle economie e dei mercati stessi per cui la correzione degli squilibri può avvenire in modo ordinato.

«L'aggiustamento del disavanzo esterno degli Stati Uniti — afferma Helene Rey, economista dell'Università di Princeton — potrebbe essere più facile di quanto si pensi». Rey ha appena pubblicato, per il Centre for Economic Policy

Research di Londra, uno studio realizzato insieme a Pierre-Olivier Gourinchas, dell'Università di Berkeley, in cui sostiene che, mentre abitualmente si pensa che l'aggiustamento debba avvenire attraverso un capovolgimento della bilancia commerciale Usa, c'è un «canale di aggiustamento finanziario», del quale normalmente non si tiene conto e che può svolgere il 30% circa del compito, riducendo quindi il "lavoro" da svolgere da parte degli scambi commerciali. Attraverso questo canale — dice Helene Rey in un'intervista — il deprezzamento del dollaro implica uno spostamento di ricchezza dagli investitori stranieri verso gli Stati Uniti. «Mentre il 100% delle passività estere degli Usa è denominato in dollari — afferma — circa il 70% delle attività estere Usa sono in valuta estera. Questo comporta un trasferimento del 5% del Pil Usa dal resto del mondo verso gli States per ogni 10% di svalutazione del dollaro. Si tratta di un canale importante, se si pensa che, per esempio, nel 2003, il deficit negli scambi di beni e servizi ammontava "soltanto" al 4,4% del Pil Usa». Non solo l'effetto del cambiamento di valutazione di attività e passività riduce significativamente l'aggiustamento necessario sul fronte commerciale, ma avviene molto più rapidamente: i suoi effetti si dispiegano fra un trimestre e un anno e mezzo dopo la svalutazione, mentre l'impatto del cambio su importazioni ed esportazioni richiede 3-4 anni per far sentire pienamente il proprio impatto.

Questo effetto valutazione — secondo l'economista di Princeton — è molto più importante oggi di quanto non fosse, per esempio, nell'ultimo episodio di forte svalutazione del dollaro,

nella seconda metà degli anni 80: la globalizzazione finanziaria infatti ha aumentato enormemente le posizioni cross-border. Allora, era necessario un movimento del dollaro maggiore per riequilibrare i conti con l'estero, sostiene. Considerata la svalutazione del dollaro già avvenuta, e quindi l'importante rivalutazione delle attività estere degli Usa dal picco del cambio nel febbraio del 2002, gli squilibri attuali, anche se maggiori in termini assoluti, sono inferiori a quelli degli anni 80, se misurati per percentuale dell'export Usa. La situazione, afferma la Rey, non ha nulla della drammaticità di altri punti di svolta del sistema monetario internazionale, come il passaggio dalla sterlina al dollaro come valuta centrale o il collasso del sistema di Bretton Woods, in cui l'aggiustamento passò attraverso veri e propri shock.

I due economisti hanno sviluppato un modello previsivo dell'andamento del dollaro, smentendo, sostengono, la tesi finora prevalente e sostenuta per esempio da Kenneth Rogoff (l'ex capo economista del Fondo monetario, oggi a Harvard) secondo cui i cambi sono di fatto imprevedibili. Il modello — afferma la Rey — vede un ulteriore deprezzamento del dollaro da qui al 2007, ma decelerando rispetto alla caduta già effettuata. Nei confronti di euro e yen l'indice del cambio del dollaro che tiene conto delle variabili finanziarie mostra una svalutazione della moneta Usa del 15% fra il 2004 e il 2007.

L'economista di Princeton non scarta del tutto che ci possa essere una fuga dal dollaro, ma questa appare una possibilità remota, a meno che non si produca un panico generalizzato al momento imprevedibile.

A.M.E.



Olivier Blanchard

Mit: indispensabili sia i tagli al passivo sia il deprezzamento del dollaro



Helene Rey

Rey (Princeton) ipotizza un canale di aggiustamento finanziario

IL PERFETTO EQUILIBRIO TRA STORIA E FUTURO.

LORENZ
WATCH EVOLUTION SINCE 1934

Collezione Mont拿破oleone. Quarz chronograph. Swiss made, cassa e bracciale in acciaio, vetro zaffiro, corona a vite, movimento a quarzo con funzioni di cronografo, impermeabile 100 m. - inform@lorenz.it - www.lorenz.it - numero verde 800 909 316