

QUADERNI DI ECONOMIA SOLIDALE

Quaderno 3

SQUILIBRI GLOBALI E INSTABILITA' FINANZIARIA

SERGIO PALAZZO
ENIO SHKURTI

Cattedra Raimon Panikkar

I Quaderni di Economia Solidale

I Quaderni di Economia Solidale sono una raccolta di ricerche ed elaborati prodotti nell'ambito del corso di Finanza Etica e Microcredito, cattedra Raimon Panikkar.

Il corso, tenuto in collaborazione dai professori Mauro Bonaiuti e Roberto Burlando, è il frutto della collaborazione tra la Fondazione Arbor e il Dipartimento Culture, Politica e Società ed fa parte del Corso di Laurea Magistrale in Scienze Internazionali dell'Università degli Studi di Torino.

Fondazione
Arbor



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI TORINO

Quaderno 3

SQUILIBRI GLOBALI E INSTABILITA' FINANZIARIA

SERGIO PALAZZO, ENIO SHKURTI

anno accademico 2018-2019



INTRODUZIONE

L'integrazione economica globale – o globalizzazione, se si preferisce – ha visto negli ultimi quarant'anni un'accelerazione senza precedenti che ha trovato il suo perno in due principali fattori:

- i. Il primo riguarda la riduzione dei costi di transazione¹: costi di trasporto, di comunicazione e la rimozione di gran parte degli ostacoli al commercio internazionale hanno favorito la mobilità dei beni, servizi, capitali e del lavoro. Non da meno è il processo di integrazione che ha riguardato i mercati finanziari: gli investimenti diretti esteri e investimenti di portafoglio sono cresciuti a ritmi sempre più elevati².
- ii. Il secondo fattore, invece, riguarda l'accettazione dei principi di economia di mercato da parte di molti paesi in via di sviluppo. Infatti, abbandonata l'idea dell'economia pianificata, vi è stata una convergenza di quest'ultime all'interno del circuito economico internazionale in un contesto di libero mercato³.

Il risultato di questo binomio non può che essere un costante intreccio di rapporti commerciali e finanziari, che sebbene rechi vantaggi di tipo microeconomico alle varie economie porta anche a delle conseguenze macroeconomiche non desiderabili. Tant'è che il contraltare di un contesto così fortemente coeso e interdependente è rappresentato dalla maggiore vulnerabilità agli shock esogeni, di fatti le distorsioni nell'allocazione delle risorse in una parte del mondo creano specularmente altre distorsioni, instaurando circoli viziosi che si alimentano l'un l'altro e che hanno conseguenze dannose per l'intero sistema.

Nel merito delle distorsioni internazionali nell'allocazione delle risorse, rilevanza

¹ I costi reali di trasporto marittimo, del trasporto aereo relativo a persone e i costi internazionali di comunicazione telefonica sono diminuiti dal 1930 al 2005, rispettivamente, del 77,68%, 89,26% e 99,7% (OECD, *Economic Globalisation. Origins and consequences*, pp. 36)

² Per offrire un termine di paragone: gli investimenti diretti esteri (IDE) nel 1980 ammontavano a 51 mld (US\$), nel 2015 a circa 2.200 mld (US\$). L'andamento è stato di costante crescita, le uniche due battute d'arresto significative si sono verificate rispettivamente nel 2001 e nel 2007 (World Bank, 2015, foreign direct investment net inflows)

³ Un esempio significativo è la Cina, ove un primo timido segnale, destinato poi a consolidarsi, si è avuto con la morte di Mao Zedong nel 1975, a cui è succeduto nel 1978 Deng Xiaoping che iniziò ad adottare timide riforme per dare il via ad un'economia cinese orientata verso il libero mercato (Marco Costa, 2014, i caratteri fondamentali dell'ascesa economica cinese)

sempre maggiore ha acquisito il ruolo delle c.d. *global imbalances* (squilibri globali), locuzione con cui si indica un persistente squilibrio dei pagamenti internazionali nelle diverse aree del mondo, caratterizzati a loro volta da grandi *deficit* e *surplus* nelle rispettive bilance dei pagamenti.

Normalmente, però, nel commercio internazionale i paesi esportano parte della loro produzione domestica e come contropartita importano beni da altri paesi. Ovviamente, questo gioco non è mai “a somma zero” e la storia conferma che, a seconda dei propri obiettivi nazionali, periodi in cui un paese registra avanzi o disavanzi sono normali, ciò che importa è che venga soddisfatta la condizione del vincolo intertemporale di bilancio secondo cui, un aumento del proprio *deficit* oggi, sarà coperto da previsti *surplus* futuri. Tuttavia, dalla fine degli accordi *Bretton Woods* nel 1971, le asimmetrie si sono inasprite e hanno, con il decorrere del tempo, sempre più consolidato il loro carattere strutturale più che transitorio, tanto nelle economie emergenti, quanto in paesi economicamente avanzati⁴.

Vari filoni di pensiero si sono cimentati nel comprendere la natura di questi squilibri, capirne le origini e studiarne le conseguenze macroeconomiche, che vanno dall'insostenibilità ad oltranza del debito fino al ricondurre ai *global imbalances* gran parte delle crisi finanziarie che si sono susseguite dagli anni Novanta fino ai giorni nostri. Scopo di questo elaborato è porre il riflettore sul nesso eziologico tra squilibri globali e le distorsioni economiche internazionali, raggruppando in maniera coerente le teorie più dibattute nel contesto economico ed accademico.

⁴ Basti pensare ai due attori principali che si muovono in questo contesto, Stati Uniti e Cina: nel 2007 il primo ha registrato un *deficit* di conto corrente (al netto delle esportazioni) pari a 750 mld (US\$) pari al 6.5% del PIL, il secondo un *surplus* di 420 mld (US\$) 9.9% del PIL. Analizzando i dati al netto delle esportazioni, invece, i dati sono ancora più preoccupanti (World Bank, 2016, China – U.S.A. *current account BoP*)

GLI SQUILIBRI GLOBALI ALLA FINE DEL XX SECOLO

Ben lontani dall'essere classificati come un fenomeno recente, la prima serie di squilibri è datata 1870-1914⁵, periodo rispetto al quale sono succedute altre asimmetrie più o meno marcate. Particolare rilevanza assumono però le ultime tre decenni di squilibri, poiché caratterizzate da un nuovo modo da parte delle asimmetrie di presentarsi, con esiti non prevedibili.

Il punto di partenza dell'analisi risiede anzitutto in un dato: negli anni Ottanta vi è stata una crescita dei flussi di capitale fra paesi avanzati e paesi emergenti, favoriti soprattutto dalla rimozione delle barriere e dal venir meno dei controlli di capitale⁶. Secondo Kose (2006) alla base di questa apertura vi era una visione che considerava l'integrazione finanziaria come la possibilità di generare una migliore allocazione dei capitali, favorendo una migliore ripartizione internazionale del rischio e garantendo benefici soprattutto ai paesi poveri di capitale. In realtà, con ragione storica, gli eventi si sono discostati molto da quest'interpretazione, dimostrando che l'apertura finanziaria si è rivelata la matrice prima delle numerose e sempre più frequenti crisi finanziarie che si sono susseguite e hanno contraddistinto il periodo che va dagli anni Ottanta ai giorni nostri⁷.

Le considerazioni di Aizemann (2007) in merito si muovono su quello che viene definito un "trilemma" secondo cui stabilità dei tassi di cambio, indipendenza delle politiche monetarie e integrazione finanziaria sono funzioni-obiettivo tra loro incompatibili.

Seguendo questa chiave di lettura molto semplificata, durante gli anni Ottanta e Novanta i paesi emergenti, caratterizzati da cambi per lo più fissi e politiche monetarie indipendenti, furono oggetto di un passaggio repentino alla liberalizzazione finanziaria. L'accresciuta coesione ha reso sempre più difficile conciliare la stabilità

⁵ v.: Bordo, Michael. 2005. *Historical Perspective on Global Imbalances*

⁶ L'apice è stato raggiunto nel 1999 durante la presidenza B. Clinton con l'abolizione del *Glass-Steagall Act* attraverso la promulgazione di una nuova legge bancaria che prende il nome di *Gramm-Leach-Bliley Act*

⁷ Per citarne alcune: Messico (1994), Sud-Est asiatico (1997), Russia (1997-98), Brasile (1998-99), Argentina (2001), "dotcom" (2001)

dei tassi di cambio con l'indipendenza della politica monetaria, favorendo distorsioni interne che hanno portato, come primo canale di sfogo, alla perdita di fiducia degli agenti economici e alla fuga degli investitori internazionali.

Parallelamente, l'analisi empirica di Kaminsky e Reinhart (1996) è volta a studiare l'interazione tra crisi bancaria e di bilancia dei pagamenti, analizzandone i risvolti nel contesto delle crisi finanziarie. Secondo i due economisti, vi sono tre sintomi che preannunciano una crisi finanziaria:

- i. In primo luogo, In seguito a periodi di grande crescita alimentati da flussi di capitali esteri, seguono fasi di rallentamento e una sopravvalutazione del tasso di cambio;
- ii. Si verificano problemi nel settore bancario, seguiti da una crisi di cambio che funge da amplificatore per la crisi bancaria, ancor più accentuate se ci si trova in una situazione in cui vi sono ingenti passività denominate in valuta estera;
- iii. Infine, il cambio subisce un sostanziale deprezzamento e il sistema bancario verte in una condizione di eccessiva fragilità.

Il tema, però, non si esaurisce in questo spazio concettuale, seguono a questo punto due punti di vista al problema, punti di vista definiti da Luis Servén e Ha Nguyen (2010) come "*disequilibrium approach*" ed "*equilibrium approach*": i primi sostengono la sostenibilità e normalità dello stato attuale delle cose, i secondi l'esatto opposto.

SQUILIBRI GLOBALI

Come già detto, i *global imbalances* non rappresentano un fenomeno nuovo. Tuttavia, rispetto al passato, Luis Servén e Ha Nguyen (2010) individuano due principali differenze: la vastità di avanzi/disavanzi raggiunti e la loro distribuzione geografica.

In merito alla prima questione, la Figura 1⁸ mostra come siano stati raggiunti, dagli anni Ottanta al 2015, picchi di *deficit* e *surplus* mai sfiorati prima d'ora. In più, analizzando il problema in maniera bilaterale, emerge un dato significativo: come evidenziato nelle Figure 2 e 3, i paesi emergenti (specialmente la Cina) sono divenuti i primi – e dopo la crisi del 2007 gli unici – finanziatori dell'economia americana (e di gran parte degli altri paesi industrializzati).

Quest'esito del tutto controintuitivo prende il nome di paradosso di Lucas (1990), secondo cui i paesi "poveri" (o comunque usciti da poco dalla povertà) hanno finanziato i paesi "ricchi". Manzocchi (2002) sottolinea come, nonostante la letteratura economica non abbia fino ad ora dato certezze teoriche riguardo le determinanti dei movimenti di capitali e alla relazione che intercorre tra essi e lo sviluppo economico, queste evidenze empiriche contraddicono l'approccio della teoria neoclassica secondo cui i capitali si dirigono verso i paesi con più elevata produttività marginale del capitale e tasso di sviluppo.

Con l'intento di fornire una spiegazione economica a queste dinamiche, Iannini (2010) sostiene che i paesi che si ritrovano ad avere minori problemi di bilancia dei pagamenti – o, addirittura, elevati livelli di surplus – sono quelli che registrano elevati livelli di risparmio e poiché quote elevate di risparmio offrono un maggiore spazio per gli investimenti, ne consegue che una più elevata accumulazione di capitale interna stimoli lo sviluppo. Ovviamente con questa spiegazione non si vuole sostenere che i capitali esteri non possano assolvere alla stessa funzione, tuttavia vi è un'inevitabile correlazione positiva tra *surplus* delle bilance commerciali, tassi di risparmio, di investimento e di sviluppo.

⁸ Sono stati presi come punti di riferimento solo Cina ed America, tuttavia anche paesi OPEC, Giappone, Germania etc. vantano *surplus* commerciali non indifferenti, come verrà evidenziato più avanti.

In una prima analisi, l'effetto collaterale più problematico dell'eccessivo accumulo di avanzi e disavanzi è dato dalla contropartita finanziaria: paesi con un persistente disavanzo di conto corrente, tipicamente hanno anche un afflusso di capitali finanziari dal resto del mondo che, a loro volta, rappresentano emissioni di titoli (titoli azionari, obbligazioni private e/o pubbliche etc.) acquistate da soggetti esteri (pubblici o privati) tali da configurare un aumento netto del debito estero.

Procedendo con l'analisi empirica, però, emergono dei *trend* che si aggiungono agli strumenti per studiare il *framework* delle asimmetrie: mentre i flussi di capitale che si dirigono verso i paesi emergenti hanno principalmente natura di investimenti diretti e di portafoglio, che sostanzialmente alimentano il circuito dell'intermediazione privata oppure si traducono in aumento del capitale fisso, i flussi capitali provenienti dai paesi emergenti sono investiti soprattutto in riserve valutarie e in titoli pubblici.

A tal proposito L. B. Smaghi (2006) introduce un secondo problema che, secondo l'economista, è stato poco analizzato. Anzitutto il suo discorso parte da una premessa, ossia che i titoli azionari statunitensi – soprattutto di aziende esportatrici – rappresentano uno strumento per diversificare il rischio. Tuttavia, visto le ingenti quantità di dollari di cui dispongono le economie emergenti, anche un eventuale spostamento dai titoli di Stato ad investimenti diretti da parte dei paesi emergenti avrebbe effetti distorsivi sull'economia americana poiché porrebbe problemi politici non indifferenti: *“cosa succederebbe se, ad esempio, la Cina e gli altri paesi asiatici o esportatori di petrolio iniziassero ad investire massicciamente in settori strategici per l'economia statunitense, o a scalare la proprietà di banche, assicurazioni o aziende, nel settore dell'informatica o dell'energia?”*. Continua Smaghi riportando che alcuni casi concreti si sono già verificati nel settore petrolifero e in quello dei servizi portuali, creando forti preoccupazioni all'interno degli Stati Uniti.

CAUSE DEGLI SQUILIBRI

L'approccio inerente allo studio dei *deficit* e *surplus* delle partite correnti si focalizzerà su due fronti che derivano dalle stesse identità contabili di base: da un lato c'è il commercio internazionale; dall'altro i risparmi, gli investimenti e i flussi finanziari internazionali.

Al fine di capirne le conseguenze, è importante rintracciare le cause delle asimmetrie tra le bilance dei pagamenti. In prima approssimazione possiamo dire che si viene a determinare un sistema di prezzi delle merci, dei costi dei fattori produttivi, dei tassi di interesse e di cambio, tali per cui un paese domanda più risorse di quante ne produca, a fronte d'un altro paese che ha comportamenti tendenzialmente opposti. In merito alle economie dei paesi emergenti, Iannini (2010) approfondisce leggermente l'analisi, sostenendo che l'acuirsi delle asimmetrie è principalmente dovuto a:

- i. la debolezza e la scarsa efficienza dei sistemi finanziari locali, che si configurano come "scarsamente affidabili" per gli investitori internazionali e inefficienti nel finanziamento sia degli investimenti che della spesa per consumi. In sostanza i canali di intermediazione di questi paesi non sarebbero in grado di tradurre in investimenti gli elevati livelli di produttività realizzati e pertanto l'accumulazione di capitale sarebbe alimentata soprattutto dal risparmio d'impresa mentre il sistema bancario locale non sarebbe in grado di valutare il merito di credito e il grado di rischio della clientela privata;
- ii. l'estrema cautela di alcuni paesi emergenti nell'attrarre risparmio internazionale dopo le crisi valutarie e finanziarie degli anni '90. Soprattutto nell'area asiatica molti paesi di nuova industrializzazione, pesantemente colpiti dagli eventi del decennio precedente, hanno perseguito politiche di formazione interna del risparmio e di raggiungimento di "soglie di sicurezza" del saldo della bilancia dei pagamenti corrente;

-
- iii. con riferimento alla Cina, attualmente il più importante “creditore” degli Stati Uniti, va ricordato che il suo sistema economico è parzialmente isolato dal resto del mondo per quanto riguarda i movimenti di capitali e il suo sistema bancario è tuttora controllato dallo Stato e pertanto ancora condizionato da strategie “di comando”. Inoltre, il precario sistema di welfare e la pratica di non distribuire i profitti delle imprese di stato incentiva un volume di risparmio, tra i più rilevanti in valore assoluto e relativo, che costituisce la contropartita del surplus della bilancia commerciale e contribuisce alla formazione dello stock di riserve valutarie più elevato del mondo.

Nel merito dei flussi di risparmio e investimento, invece, Tavaglini (2009) afferma che il risparmio dei paesi emergenti è entrato nel circuito internazionale finanziando l’investimento dei paesi industriali con disavanzo commerciale che sono diventati, contemporaneamente, sia importatori netti di merci che di risparmio. La conseguenza immediata è stata un accumulo di un debito estero notevole da parte delle economie avanzate e la formazione di un eccesso di risparmio globale associato a bassi tassi d’interesse di lungo periodo.

Analizzando i dati dei saldi di conto corrente emerge che per oltre quattro decenni, dalla fine degli accordi di *Bretton Woods* nel ’71 fino ad oggi, si sono andati sempre più stigmatizzando due fattori di squilibrio: da un lato, l’avanzo strutturale dei paesi emergenti; dall’altro, il crescente disavanzo degli Stati Uniti che persiste dal 1982. Gli attori principali (ma non unici) di questo scenario sono indubbiamente Cina e Stati Uniti, a loro proposito Targetti (2009) sottolinea che gli elementi critici sottostanti agli squilibri internazionali sono:

- i. lo squilibrio macroeconomico interno del modello americano di crescita che trova il suo fondamento nel debito, aggravato poi dalla comune tendenza dei paesi avanzati di non avere una domanda interna sufficientemente dinamica;
- ii. il ruolo della Cina, contraddistinta da un elevatissimo livello di risparmio, da una scarsa spesa pubblica sociale e da una eccessiva lentezza nella crescita di salari e dei consumi interni;
- iii. l’avanzo strutturale dei paesi che esportano beni energetici a domanda rigida.

In un'analisi di L. B. Smaghi (2005), la principale causa del cumulo del *deficit* statunitense è stato il basso tasso di risparmio pubblico e privato degli americani⁹, alimentato poi da una tassazione che tende a scoraggiare il risparmio e ad incoraggiare l'indebitamento. A questa tesi si è accodato anche Targetti (2009), che mettendo a paragone i tassi di risparmio ed investimento ha affermato che, tra il 1990 e il 2003, la costante caduta del risparmio (pubblico e privato) è stata la principale causa dell'incremento del *deficit* degli Stati Uniti. A tal proposito, prima dell'aggiustamento strutturale che c'è stato dopo la crisi finanziaria del 2007, la contabilità nazionale degli Stati Uniti mostrava anche che il saldo finanziario del settore privato era inferiore al fabbisogno finanziario del settore pubblico.

Continua L. B. Smaghi analizzando il secondo squilibrio, quello con segno opposto, che ha toccato soprattutto la Cina. Anche qui, il punto di partenza è rappresentato dal livello di risparmio cinese: quest'ultimo ha raggiunto picchi superiori al 50% del PIL, per poi subire un aggiustamento assumendo però valori non dissimili (circa il 45%, con investimenti costantemente al di sotto del livello di risparmi). Questo *output* è il risultato, secondo L.B. Smaghi, di alcune cause tra loro concatenate:

- i. Il processo di invecchiamento della popolazione, derivante dalla politica di controllo delle nascite;
- ii. La transazione verso un'economia di mercato che ha comportato lo smantellamento del tessuto sociale, che non è più in grado di fornire servizi di prima necessità come sanità e previdenza;
- iii. Legato alla seconda causa, subentra la terza. Infatti, i cittadini cinesi sono incentivati a cumulare un ulteriore risparmio di natura precauzionale a fronte di eventuali "*rainy day*";
- iv. Infine, vi è l'arretratezza del sistema finanziario, a cui s'aggiunge la fragilità del sistema bancario cinese, fortemente appesantito da quantità di prestiti inesigibili.

Queste considerazioni, però, non esauriscono l'immenso panorama teorico entro cui le asimmetrie vengono dibattute. Di seguito verrà posto il riflettore sulle principali due teorie che cercano di dare una spiegazione agli squilibri, sia rispetto alle cause che in relazione alle conseguenze.

⁹ Dopo la crisi finanziaria – e più precisamente dal 2008 – vi è stato un aggiustamento del saldo del settore privato che ha riportato la situazione in uno stato di normalità.

Eccesso di risparmio globale (*Global Saving Glut*)

Per poter comprendere la “*global saving glut hypothesis*” – così definita per la prima volta da B. Bernanke¹⁰ – è necessario procedere per stadi successivi. È giusto evidenziare come, per Bernanke, la questione del disavanzo statunitense è imputabile alla formazione d’una vera e propria “bolla di risparmio globale” (*global saving glut*) capace di dare una valida spiegazione anche ai bassi tassi d’interesse reali di lungo termine diffusi in tutto il mondo.

In primo luogo, i principi economici di base della contabilità nazionale ci dicono che: $CA = S - I$ ¹¹. In altri termini, il saldo delle partite correnti CA è uguale alla differenza tra il risparmio S e gli investimenti I . Ne consegue, così come l’analisi empirica suggerisce, che ad ogni disavanzo di conto corrente corrisponde un eccesso d’investimento rispetto al risparmio nazionale e viceversa in caso di avanzo (Figura 4).

Il punto di partenza, avallato anche da Bernanke ma solo come causa marginale, è rappresentato da cause socio-demografiche che alimentano comportamenti di consumo poco virtuosi in alcune società e, allo stesso tempo, comportamenti con

¹⁰ 14° presidente della Federal Reserve, dal 1° febbraio 2006 al 3 febbraio 2014

¹¹ In un’economia chiusa ($Y = C + I + G$) il risparmio S è definito come porzione della produzione Y che non viene destinata né al consumo delle famiglie C né agli acquisti pubblici G :

$$S = sY$$

$$S = Y - C - G$$

L’identità del PIL in un’economia chiusa può essere riscritta come:

$$I = Y - C - G$$

Avremo che:

$$S = I$$

Ossia: il risparmio nazionale in economia chiusa è sempre uguale agli investimenti, un aumento di risparmi si può ottenere solo mediante un aumento dello *stock* di capitale.

In un’economia aperta, invece, il risparmio nazionale e investimenti possono assumere valori diversi, perché:

$$Y = C + I + G + CA$$

$$CA = EX - IM$$

$$S = I + CA$$

Riscrivibile come:

$$CA = S - I$$

Le relazioni riportate hanno un’importante implicazione: un’economia aperta può risparmiare sia incrementando il proprio stock di capitale, sia acquisendo ricchezza dall’estero. (Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, 2007, *Economia Internazionale*)

segno opposto in paesi che sembrano avere una particolare vocazione al risparmio e alla moderazione nei consumi. Più precisamente si fa riferimento all'invecchiamento demografico, che nonostante rappresenti un fenomeno sociale assume riscontri economici nel momento in cui va a mutare i comportamenti di consumo e risparmio degli agenti.

Proseguendo per gradi, l'aumento dell'indice di dipendenza strutturale degli anziani¹² (Figura 4) nella quasi totalità dei paesi industrializzati è una delle cause dell'eccesso di risparmio a livello mondiale. L'idea, infatti, è la seguente: a popolazioni progressivamente più anziane coincide una sempre più minore porzione della forza lavoro attiva, dalla quale conseguono minori opportunità di investimento domestico. Tuttavia, come già detto, per Bernanke (2005) la spiegazione non può essere meramente anagrafica. A tal proposito l'ex governatore della FED identifica la causa preponderante nel ruolo che gli Stati Uniti d'America, politicamente ed economicamente, ricoprono nel contesto economico internazionale.

Di fatto è indubbio lo *charme* degli Stati Uniti sugli investitori internazionali, sia per il livello di sofisticazione dei mercati finanziari, sia per il boom tecnologico degli anni Novanta. Tra l'altro, vi è da considerare il ruolo del dollaro quale "moneta internazionale", utilizzato dai Paesi in via di sviluppo sia come moneta di riserva, sia come parametro per fissare il valore della valuta locale. Il prestigio, la sicurezza e la stabilità di cui gode la moneta americana fanno sì che gli investitori dei Paesi emergenti si orientino verso *assets* emessi in dollari, come ad esempio i buoni del tesoro USA. Questo, ovviamente, ha ripercussioni sia sul tasso di cambio del dollaro, sia sul tasso d'interesse americano.

Riassumendo, l'*appeal* e la solida sicurezza del dollaro rappresentano, al tempo stesso, vantaggio e svantaggio. Infatti, rispetto alle alternative esistenti, il ruolo della moneta americana rende gli Stati Uniti un paese estremamente attraente per gli investitori internazionali, che investono su *assets* emessi in dollari e che contribuiscono a sopravvalutare il tasso di cambio e a ridurre il tasso d'interesse reale. Il tutto si ripercuote sui comportamenti di consumo dei cittadini statunitensi, andando ad incrementare, sempre secondo Bernanke, non solo la propensione al consumo dei beni domestici ma anche dei beni d'importazione (come effetto della

¹² Calcolato come rapporto tra la popolazione di età 65 anni e più e la popolazione in età attiva (15-64 anni), moltiplicato per 100. (ISTAT)

sopravvalutazione, i beni importati costano meno in termini di valuta domestica). Ruolo non meno rilevante ha giocato nell'inasprire le asimmetrie il problema del "rovesciamento dei ruoli" che ha conferito la posizione di importatori netti di capitali ai paesi sviluppati. Difatti, secondo Bernanke (2005) i paesi emergenti hanno scelto o sono stati costretti ad adottare nuove strategie di gestione dei flussi di capitale internazionali, soprattutto quei paesi colpiti dalle crisi finanziarie degli anni Novanta. Strategie che, in generale, implicavano la trasformazione del proprio *status*, da quello di importatori netti di capitali finanziari a quello di esportatori netti, talvolta per quantità anche molto ingenti (come la Thailandia o la Corea del Sud). Continua Bernanke mostrando che anche paesi che non sono stati coinvolti nelle crisi degli anni Novanta hanno accolto benevolmente il suddetto *modus operandi*, che ha un'utilità indubbia: le riserve possono essere utilizzate come garanzia in caso di potenziali fuoriuscite di capitali, oltre alla funzione di promuovere una crescita trainata dalle esportazioni evitando la possibilità di una rivalutazione monetaria. Aggiunge, inoltre, che i paesi emergenti hanno aumentato le proprie riserve grazie all'espedito di drenare i risparmi dei propri cittadini, utilizzandoli per acquistare Titoli di Stato americani e altri *assets* finanziari. Di fatto "*i governi hanno agito come intermediari finanziari*", veicolando i risparmi dei privati lontano dai consumi domestici per riversarli all'interno dei mercati finanziari internazionali¹³.

Bretton Woods II

Altra trattazione circa le origini delle asimmetrie è stata condotta da Dooley, Garber e Folkerts-Landau (2004, 2008), trattazione che prende il nome di *Bretton Woods II*. In sostanza, dagli anni Ottanta il sistema economico internazionale si è spontaneamente mosso, mediante decisioni unilaterali dei singoli agenti (paesi), ad un assetto molto simile a quello di *Bretton Woods* ma che ritrova una grande differenza

¹³ Le affermazioni di Bernanke, tuttavia, non sono state esenti da critiche. Una di queste proviene dalla direttrice della sezione economica dell'*Economist*, Zanny M. Beddoes, in uno dei suoi articoli (2005) ha attentamente analizzato le tesi di Bernanke. Quest'ultima, basandosi su studi condotti dal FMI, mostra come non sia affatto vero che nel mondo vi sia stato un aumento della propensione al risparmio. Anzi, il risparmio si attesta su valori non molto dissimili da quelli degli ultimi trent'anni. Tuttavia, secondo la Beddoes, le osservazioni statistiche non intaccano le argomentazioni di Bernanke. Alla base di quest'affermazione vi è l'idea che se è vero che i risparmi non siano alti in valore assoluto, sono invece i bassi tassi di interesse che implicano una quantità di risparmio maggiore rispetto a quella che è la domanda di investimenti.

in quella che viene definita “postazione periferica”, che sebbene nel sistema del '44 era occupata dal Vecchio Continente e dal Giappone, ora è stata acquisita dai paesi emergenti. Gli Stati Uniti, di contro, hanno conservato la loro posizione “centrale”. Questo “vecchio-nuovo” assetto è caratterizzato, secondo i tre economisti, da alcuni aspetti fondamentali:

- i. Un notevole aumento dei paesi emergenti che amministrano e gestiscono le proprie valute rispetto al dollaro per perseguire politiche di *export-led growth* e di re- indirizzamento di flussi di risparmio verso le economie industrializzate;
- ii. Il ruolo del dollaro statunitense come valuta di riserva che fornisce servizi d'intermediazione finanziaria che si rivolgono principalmente a risparmiatori asiatici;
- iii. Bassi tassi di interesse reali a breve e lungo termine come naturale conseguenza della mobilità del risparmio;

In merito a questa tipizzazione, Dooley, Garber e Folkerts-Landau (2004) articolano il mondo geoeconomico in tre aree: l'area asiatica, definita *trade account region*; l'area degli Stati Uniti, definita “il centro”; infine, i paesi avanzati diversi dagli Stati Uniti, definiti *capital account region*.

Riassumendo quanto affermato da Dooley, Garber e Folkerts-Landau (2008) senza pretesa d'una spiegazione esaustiva, l'idea di *Bretton Woods II* parte dalla considerazione di base secondo cui il *trade account region* (l'area asiatica) dispone di altissimi tassi di risparmio ma non dispone di un settore finanziario abbastanza efficiente da trasformare il risparmio nazionale in adeguati investimenti interni. Affinché si possano garantire gli investimenti interni che il sistema in maniera endogena non può soddisfare, la soluzione va ricercata negli investimenti diretti esteri (IDE). Tuttavia, soprattutto dopo la crisi asiatica del '97, per attrarre gli IDE e dare sicurezza agli investitori, i paesi asiatici hanno iniziato ad accumulare riserve in valuta straniera (principalmente dollari) per assolvere a questa funzione.

Attraverso i *surplus*, dunque, essi hanno accumulato riserve valutarie che in larga misura sono state investite in attività finanziarie statunitensi, hanno consentito di ottenere una garanzia in valuta estera tale da mantenere elevati gli IDE e a stimolare l'afflusso verso le loro economie.

Sebbene nella maggior parte dei punti vi sia continuità argomentativa rispetto alle teorie proposte nei capitoli precedenti, con gli studi condotti da Doodley, Garber e

Folkert-Landau vi è una divergenza nelle conclusioni. Secondo loro (2008), infatti, il disavanzo commerciale degli Stati Uniti è il sostenibile risultato che va ricondotto al loro ruolo di paese-centro nel sistema di *Bretton Woods II*.

In questa chiave di lettura, il flusso di risparmio dall'area *trade account region* al paese centro non rappresenta un'anomalia, bensì la condizione ritenuta necessaria per l'accumulazione di capitale reale nelle economie emergenti e, nel caso della Cina, la possibilità di poter assorbire la sua forza lavoro nel settore industriale.

I vantaggi, secondo quanto sostenuto da Doodley, Garber e Folkert-Landau (2008), sarebbero:

- i. Tassi d'interesse dei titoli statunitensi più bassi che favoriscono il finanziamento del disavanzo esterno ad un costo molto più ridotto e la continuazione del suo processo di crescita a seguito degli afflussi di risparmio dalla "periferia";
- ii. Gli investitori stranieri traggono vantaggi dal rendimento degli IDE in un contesto in cui la manodopera ha un basso costo;
- iii. Vi è un'accumulazione di capitale reale nei paesi emergenti che costituiscono l'indispensabile base per la loro crescita economica.

Marzovilla (2016) tuttavia sottolinea che l'ottimistica interpretazione di DGF dello squilibrio presente nell'area del dollaro ha dato origine ad un acceso dibattito nel corso del quale sono state avanzate numerose critiche alla tesi del BW II (Eichengreen, 2004, 2007, 2011; Roubini, 2006, 2008; Hall, Tavlas, 2011). Le critiche si sono appuntate sia sulla correttezza dell'analogia tra l'originario BW e il nuovo sistema, sia sul suo realismo e la sua sostenibilità.

In realtà la tesi di DGF se da un lato può offrire una spiegazione per il consenso che il resto del mondo ha dato all'aumento dei disavanzi esterni degli USA, dall'altro presenta importanti limiti:

- i. Trascura alcune significative differenze esistenti tra i due regimi;
- ii. Appare eccessivamente fiduciosa sui vantaggi derivanti dal BW II ai paesi del centro e della periferia e ne trascura i possibili costi;
- iii. Appare eccessivamente fiduciosa sulla possibilità che esso perduri nel tempo

CONCLUSIONI

Dalla crisi finanziaria del 2007 ad oggi il panorama è fortemente mutato: se da un lato vi sono state politiche d'aggiustamento multilaterali¹⁴, dall'altro il baricentro della questione si è spostato¹⁵ senza di fatto trovare una vera soluzione. L'anarchia nella finanza del capitalismo globalizzato non potrà sussistere a lungo e a tal proposito Zhou Xiaochuan¹⁶, durante un celebre discorso del 2009 dal nome "*Reform the International Monetary System*", ha auspicato una riforma volta a regolamentare l'assetto del sistema finanziario a più livelli (nazionale, regionale e globale) e a concedere ai Diritti Speciali di Prelievo (SDR) il ruolo di unica valuta di riserva globale per correggere le distorsioni tipiche dello *status quo* legate al paniere di valute di riserva viziate dal paradosso di Triffin¹⁷. Il discorso dell'ex governatore della Banca Popolare Cinese non è rimasto isolato: lo stesso auspicio è stato promosso da un *report* delle Nazioni Unite e da uno studio pubblicato nel 2010 dal FMI¹⁸.

Ad oggi l'attuale architettura del sistema finanziario è fortemente compromessa, non ci sono regolamenti sovranazionali capaci di gestire in maniera efficace ed efficiente le immense difficoltà provenienti dalla finanza e la presunta quiete che stiamo attraversando non implica una certezza o una solida base per il futuro.

Va configurandosi dunque un terreno di sfida, volto a definire metodi per la regolazione dei mercati finanziari, con misure di maggior trasparenza, responsabilità bancaria e con l'assegnazione di funzioni di vigilanza alle organizzazioni internazionali. Proprio quest'ultime, IMF e UN *in primis*, sono state poste sotto i riflettori, per

¹⁴ Vi sono stati grossi ridimensionamenti, soprattutto nell'ambito dell'avanzo cinese e del disavanzo statunitense. Stando ai dati della WB: Cina 196 mld (2,8% del PIL), U.S.A. -481 mld (-2,6% del PIL)

¹⁵ Corea del Sud 98 mld (7% del PIL), Giappone 187 mld (3,8% del PIL), Germania 289 mld (8,3% del PIL), UK -115 mld (-4,4% del PIL) (World Bank)

¹⁶ Zhou Xiaochuan è il governatore della Banca Popolare della Repubblica Cinese dal 2002

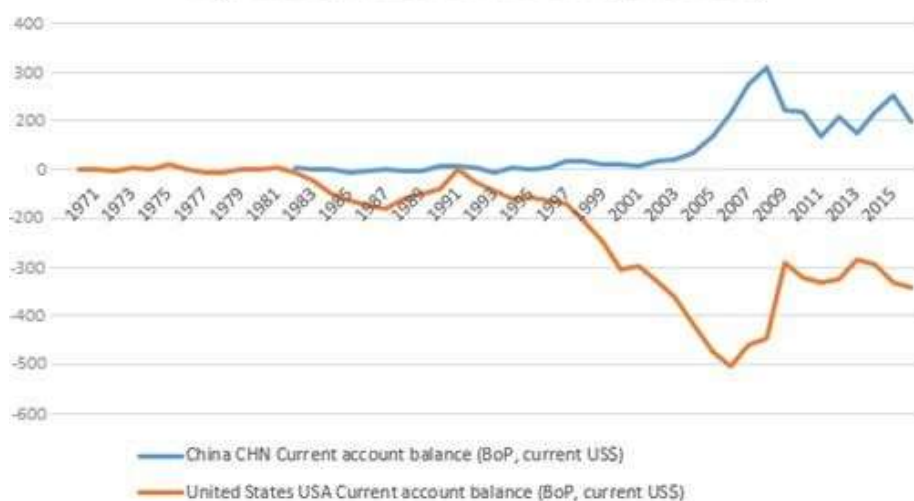
¹⁷ Teoria economica elaborata da R. Triffin (1960) secondo cui se una moneta [domestica] è utilizzata internazionalmente come valuta di riserva crea conflitti di interesse tra gli obiettivi interni a breve termine e gli obiettivi internazionali a lungo termine

¹⁸ "*Recommendations by the Commission of Experts of the President of the General Assembly on reforms of the international monetary and financial system*" (March 2009) e "*Reserve Accumulation and International Monetary Stability*" (April 2010)

elaborare un nuovo ordine economico internazionale e farsi garanti di una stabilità ancora molto lontana.

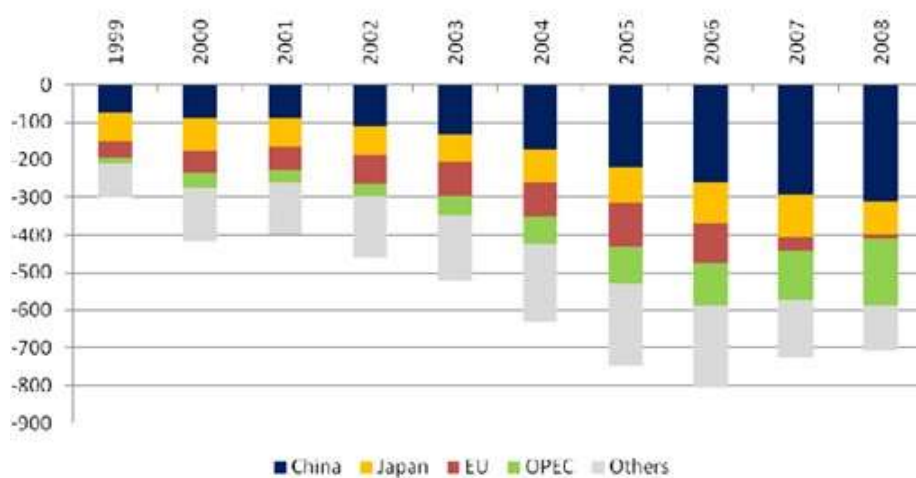
RIFERIMENTI GRAFICI

Figura 1: current account balance (billion US\$)



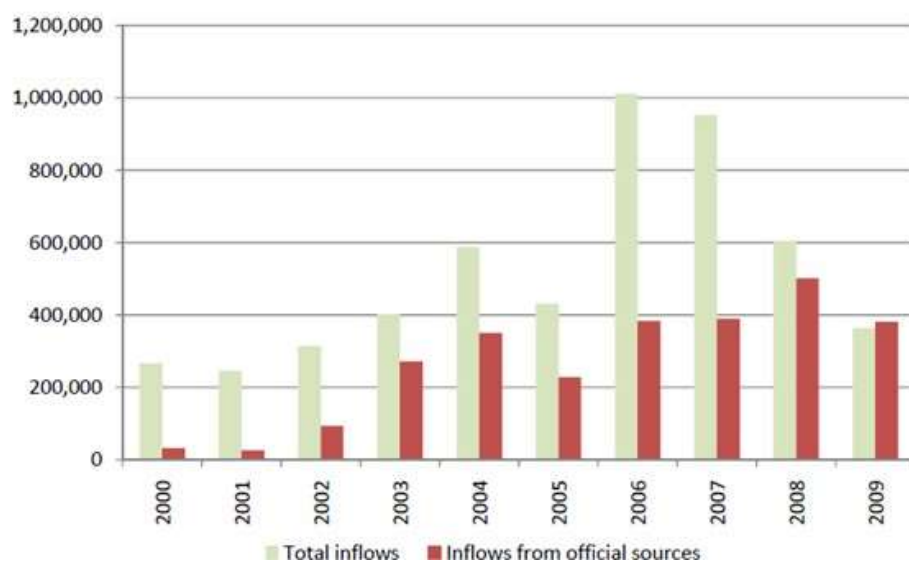
(1) Fonte: World Bank

Figura 2: U.S. bilateral current account balances with other countries (US\$ billions)



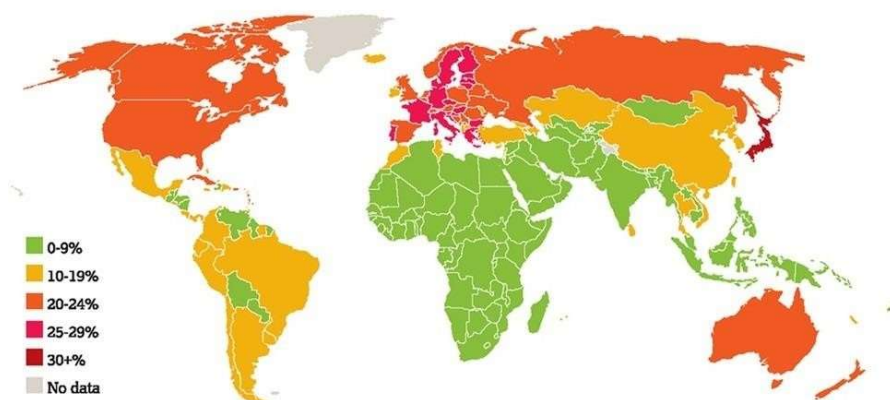
(2) Fonte: *Bureau of Economic Analysis*

Figura 3: gross capital inflows to the U.S. from emerging markets (US\$ millions)



(3) Fonte: *Bureau of Economic Analysis*

Figura 5: proportion of population aged 60 or over in 2015



(4) Fonte: *UNDESA Population division, World population prospects: the 2015 revision, DVD Edition, 2015*

BIBLIOGRAFIA

AIZEMANN (2007), *Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture*, NBER Working Paper No. 13277.

BERNANKE B. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current account deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond.

IANNINI G. (2010), *Squilibri reali e squilibri finanziari. Oltre la finanza*.

KAMINSKY, G. L. e REINHART C. M. (1999), *The Twin crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, American Economic Review: 473-500.

KOSE, M. A., PRASAD E., ROGOFF K., S. J. WEI S. J. (2006), *“Financial Globalization: A Reappraisal”*, IMF Working Paper, WP/06/189.

KRUGMAN P. R. e OBSTFELD M. (2012), *Economia internazionale*.

LUCAS R. (1990), *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?*, American Economic Review 80, 92-96.

MANZOCCHU S. e PAPI L. (2002), *Economia dell'integrazione finanziaria*, Il Mulino, pp. 85-117.

MARZOVILLA O. (2016), *Il sistema monetario internazionale: dall'approccio egemone a quello multivalutario*.

SERVEN L. and NGYUEN H. (2010), *Global imbalances before and after the global crisis*, Policy Research Working Paper No. 5354.

SMAGHI L. B. (2006), *Discorso di Lorenzo Bini Smaghi, Membro del Comitato esecutivo della BCE Prolusione al 253° Anno Accademico dei Georgofili Salone dei Cinquecento a Palazzo Vecchio*, Firenze.

TARGETTI F. and TAMBORINI R. (2009), *Globalizzazione, squilibri e crisi*, in Barucci, E. e Messori, M. (a cura di), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano 2009.

TRAVAGLINI G. (2009), *Alcune riflessioni sulle cause reali della crisi finanziaria*.