

Gli squilibri finanziari internazionali

Il ruolo degli Usa e della Cina

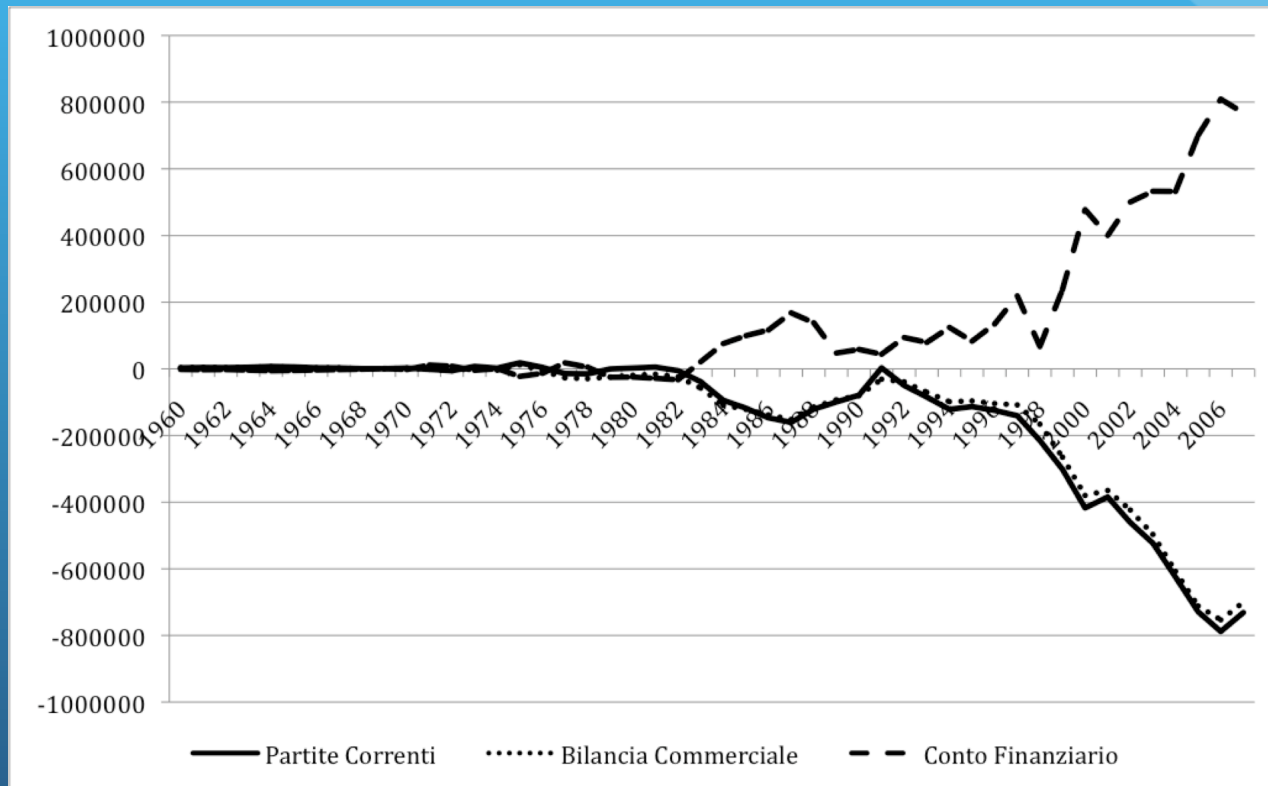
Riccardo Fiorentini

Università di Verona

I problemi sul tappeto

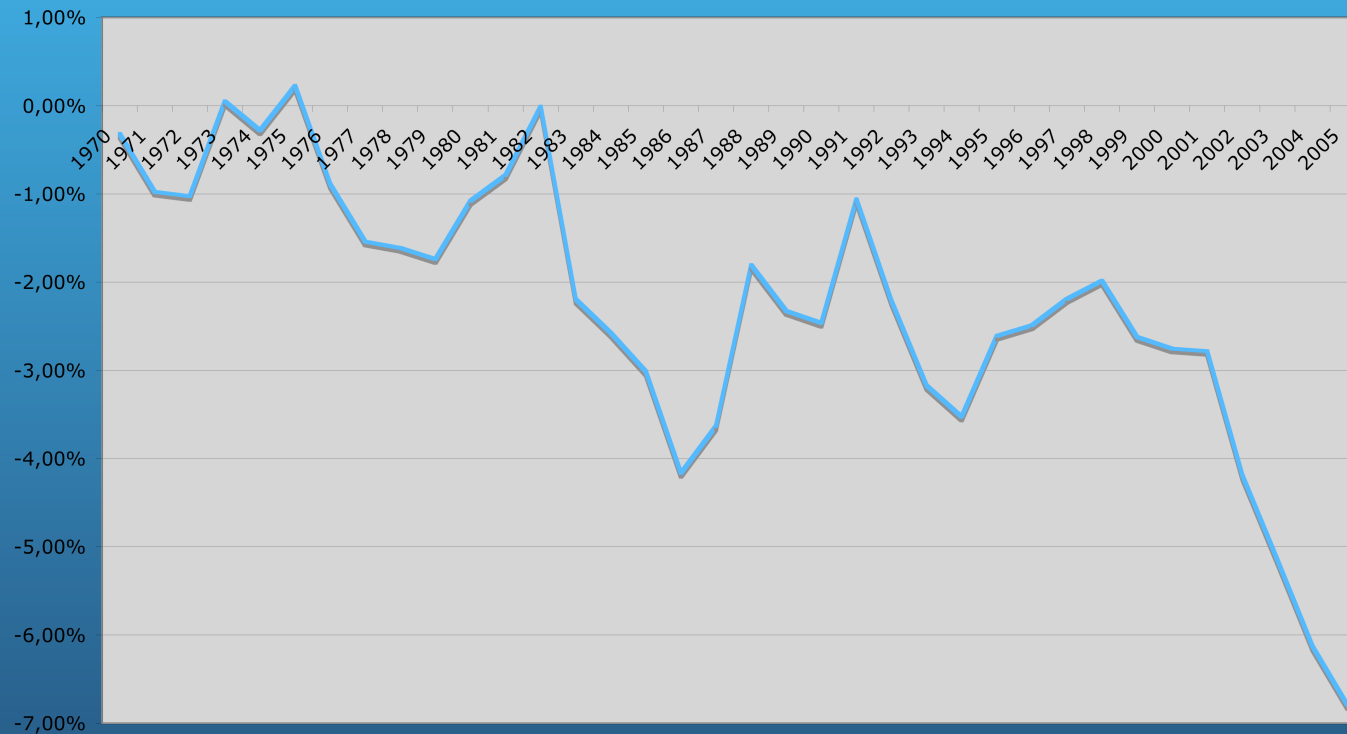
- Un continuo e crescente disavanzo commerciale degli Usa
- Un crescente indebitamento estero degli USA
- Gli Usa sono diventati il principale debitore internazionale
- I flussi finanziari vanno dai paesi emergenti e in via di sviluppo verso gli Usa
- La Cina è il principale finanziatore del disavanzo Usa
- È sostenibile questa situazione?
- Quali sono i costi internazionali del riequilibrio?

Il disavanzo estero Usa



Il debito estero netto degli Usa

Debito netto estero Usa (% sul Pil)



Principali detentori di US Treasury Bonds

4

	Ottobre 2007	Ottobre 2008
Cina	459,1	652,9
Giappone	601,7	585,5
Regno Unito	155,0	360,2
Centri Bancari dei Caraibi	105,6	219,5
Paesi esportatori di petrolio	141,6	187,7
Brasile	113,9	134,5
Totale	2299,2	3042,7

Commercio estero Usa - 1998

Surplus	Deficit	Total Trade
Olanda	Giappone	Canada
Brasile	Cina	Giappone
Arabia Saudita	Germania	Messico
Australia	Canada	Germania
Belgio	Messico	Cina
Hong Kong	Taiwan	UK
Corea	Italia	Corea
Egitto	Malesia	Taiwan
Argentina	Svezia	Francia
Sud Africa	Filippine	Singapore

Commercio estero Usa - giugno 2008

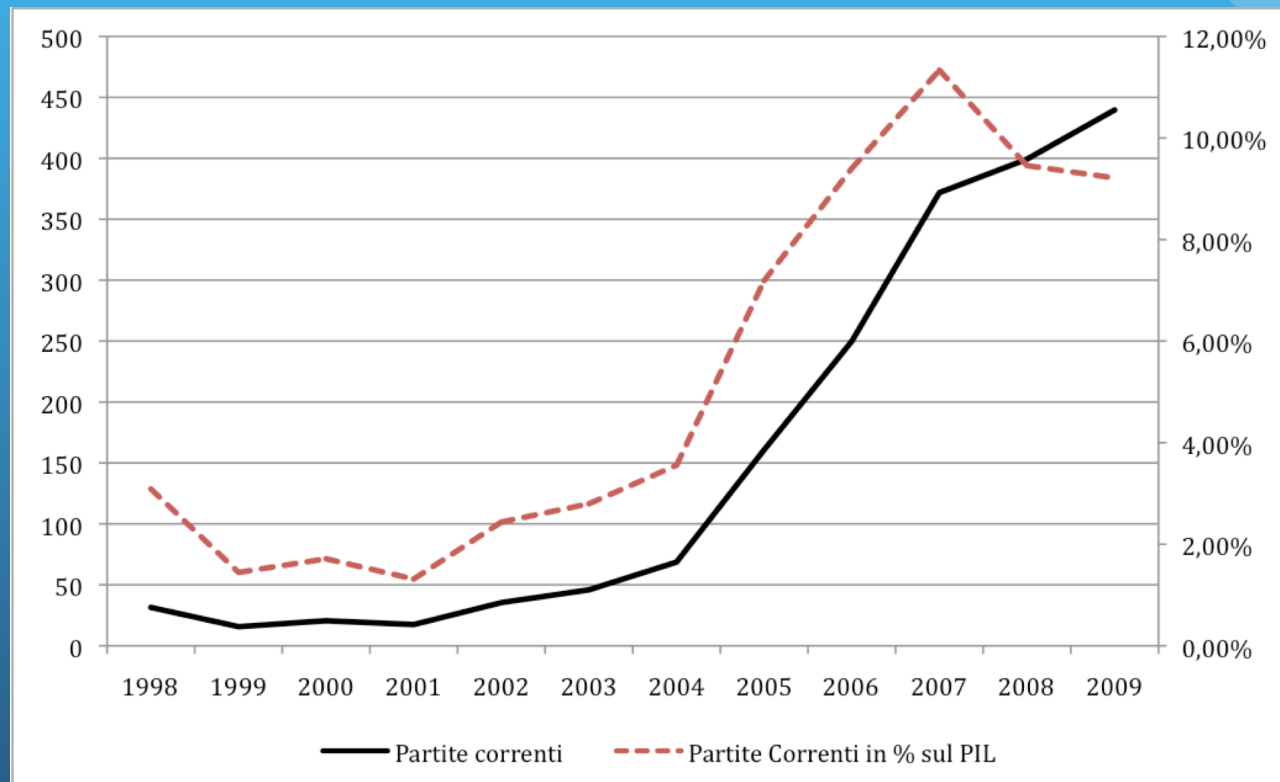
Surplus	Deficit	Total Trade
Hong Kong	Cina	Canada
Singapore	Canada	Cina
Emirati Arabi	Giappone	Messico
Belgio	Messico	Giappone
Turchia	Venezuela	Germania
Australia	Germania	UK
Olanda	Arabia Saudita	Corea
Cile	Nigeria	Venezuela
Gibilterra	Russia	Francia
Panama	Angola	Brasile

Interscambio commerciale Usa - Cina

7

	1998	2008	Variazione
Interscambio (miliardi di \$)	85,41	386,68	353%
Deficit (miliardi di \$)	-56,90	-256,21	350%

Avanzo commerciale Cinese



Cause del disavanzo e deficit Usa

- Eccesso di investimento sul risparmio interno:
 - innovazione tecnologica, new economy, crescita della produttività intertemporale
 - Crescita del deficit pubblico, crollo del risparmio privato
- Eccesso di risparmio mondiale (Bernanke):
 - L'eccesso di risparmio mondiale incanalato sul mercato Usa crea il disavanzo
- Nuovo "Bretton Woods" con l'area asiatica (Dooley):
 - Cina e altri paesi tengono fisso il cambio con il dollaro e gli Usa forniscono liquidità mondiale tramite il deficit commerciale

Eccesso di risparmio mondiale?

Investimento e risparmio (% sul Pil) - Mondo

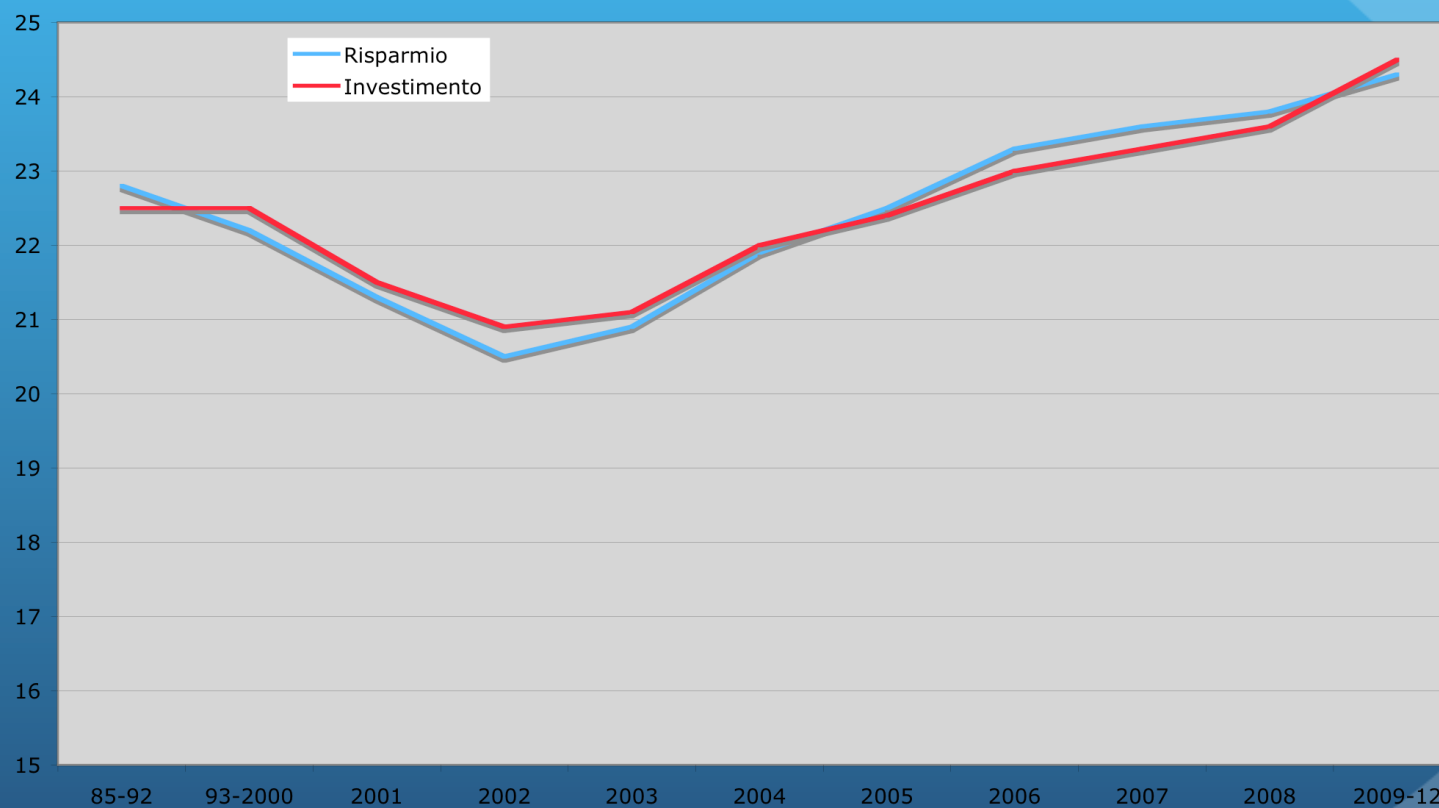
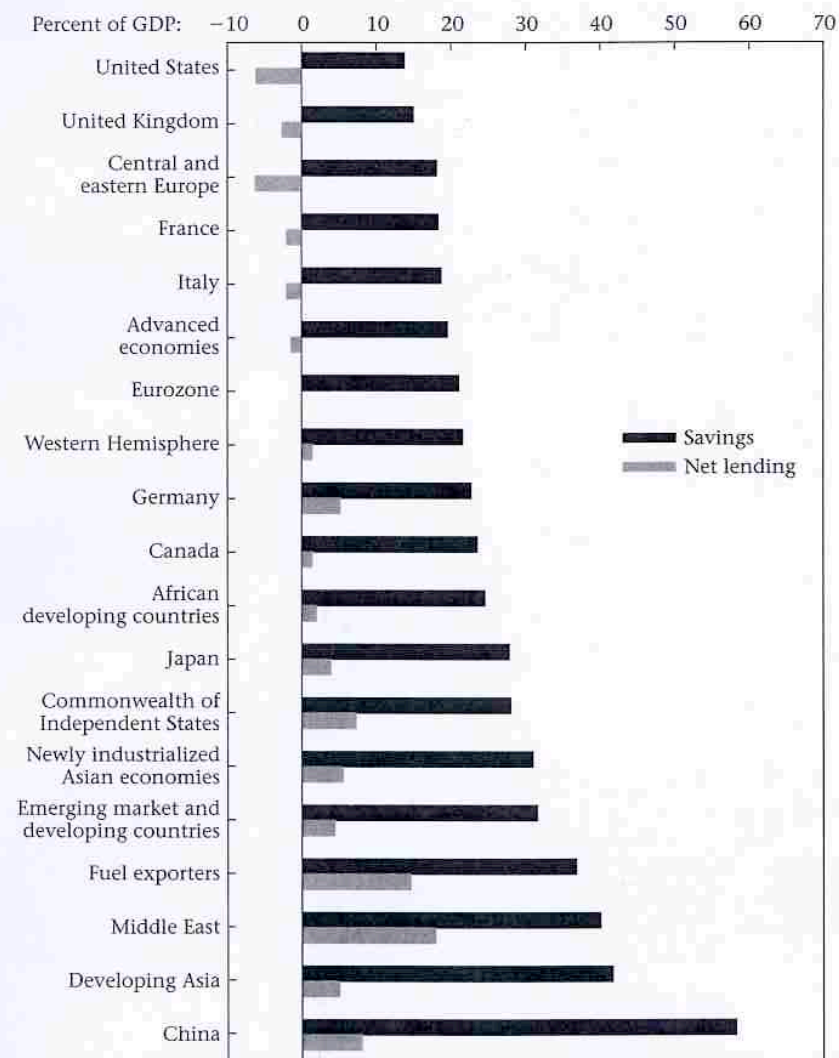


Figure 4.7 Who Saves and Who Does Not, 2006

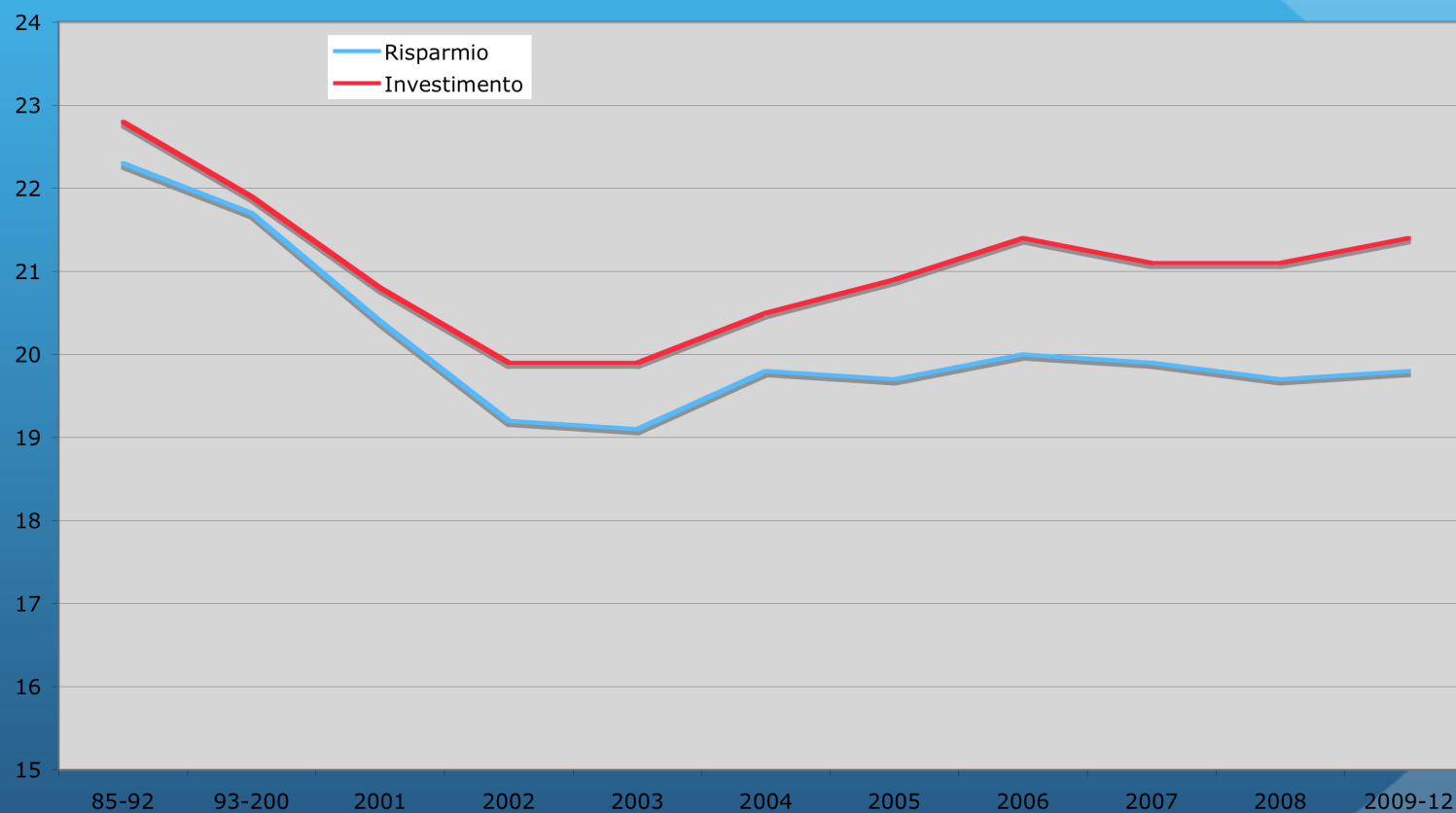


Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2007.

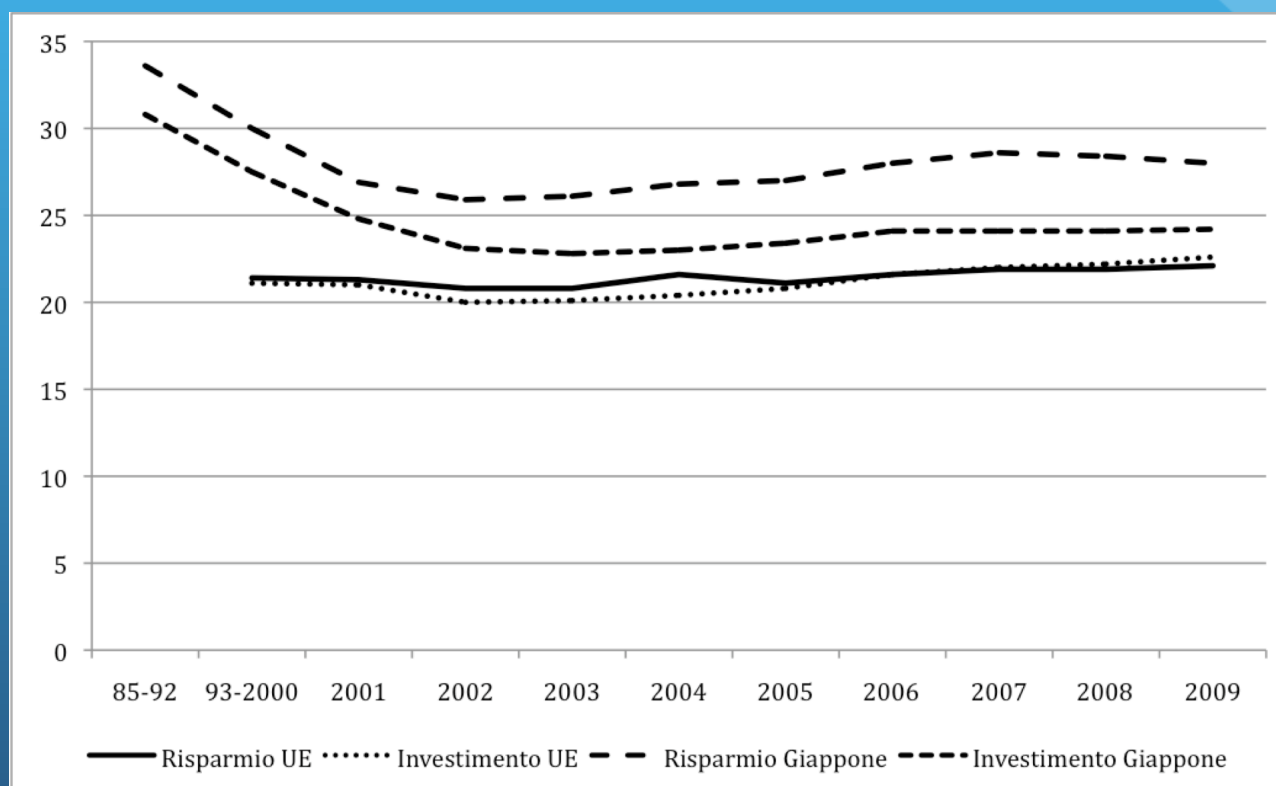
Note: Values are savings and net international lending.

Risparmio nei paesi sviluppati

Risparmio e Investimento (% sul Pil) - Paesi Sviluppati

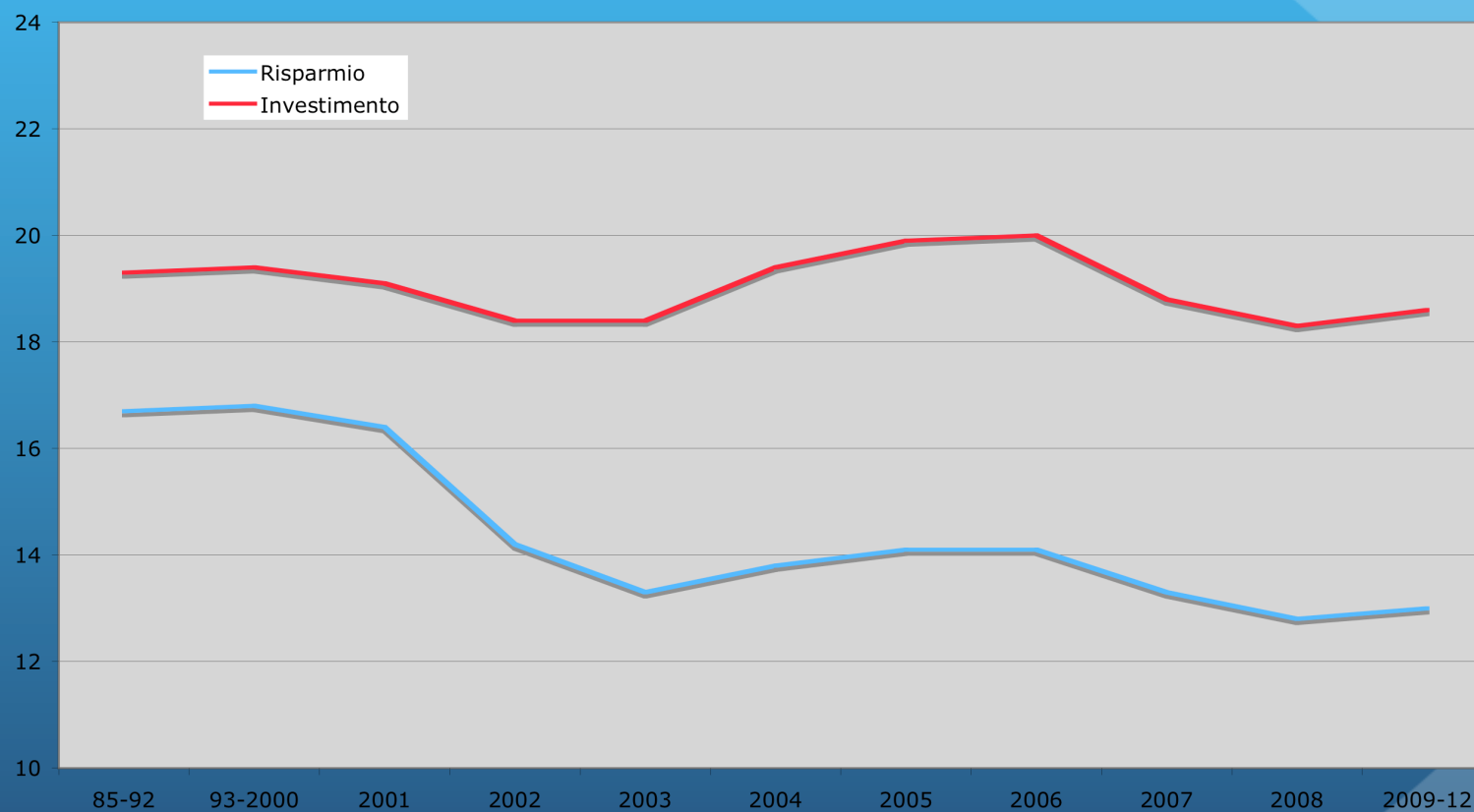


Risparmio netto nella Ue e in Giappone



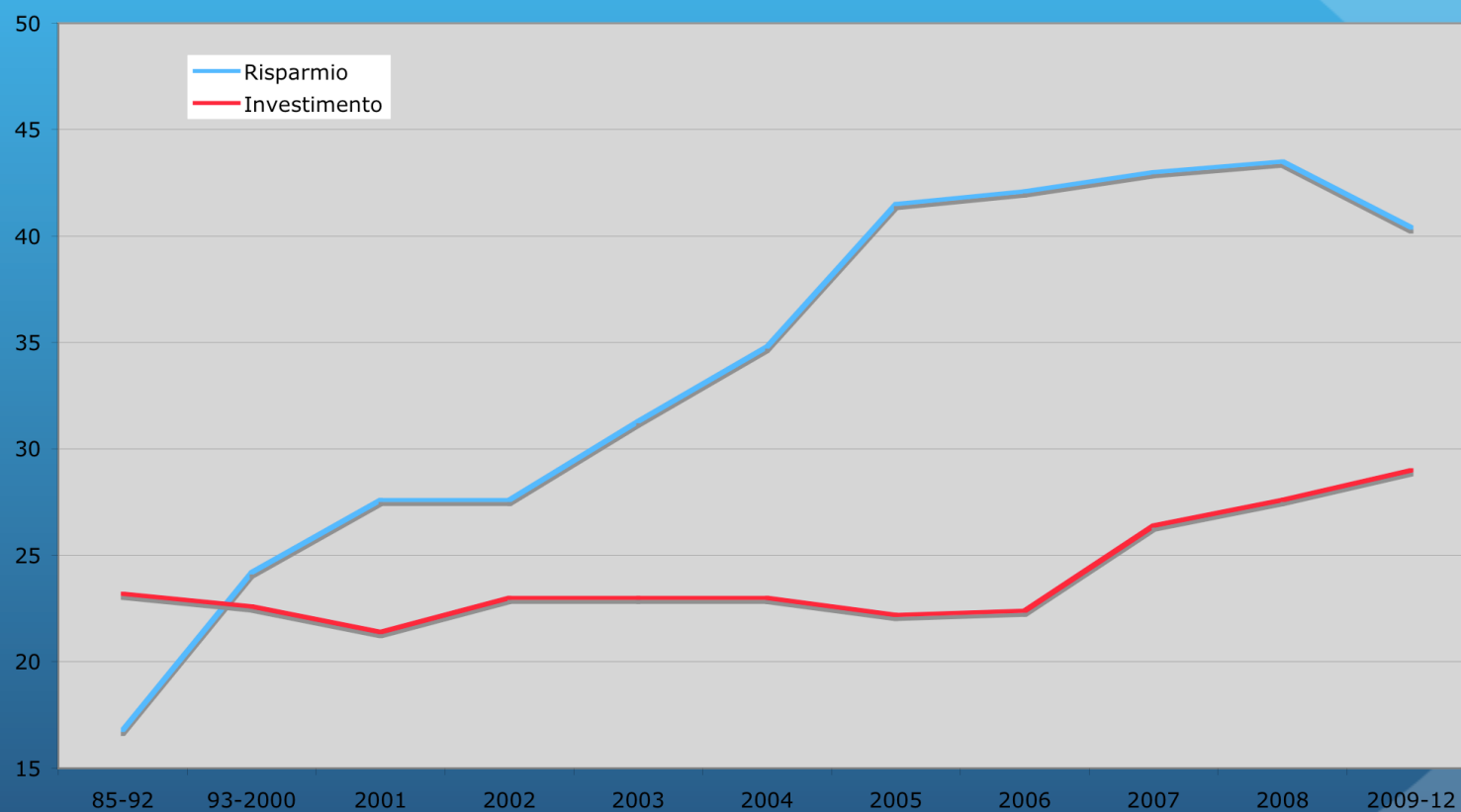
Risparmio netto negli Usa

Risparmio e investimento (% sul Pil) - Usa



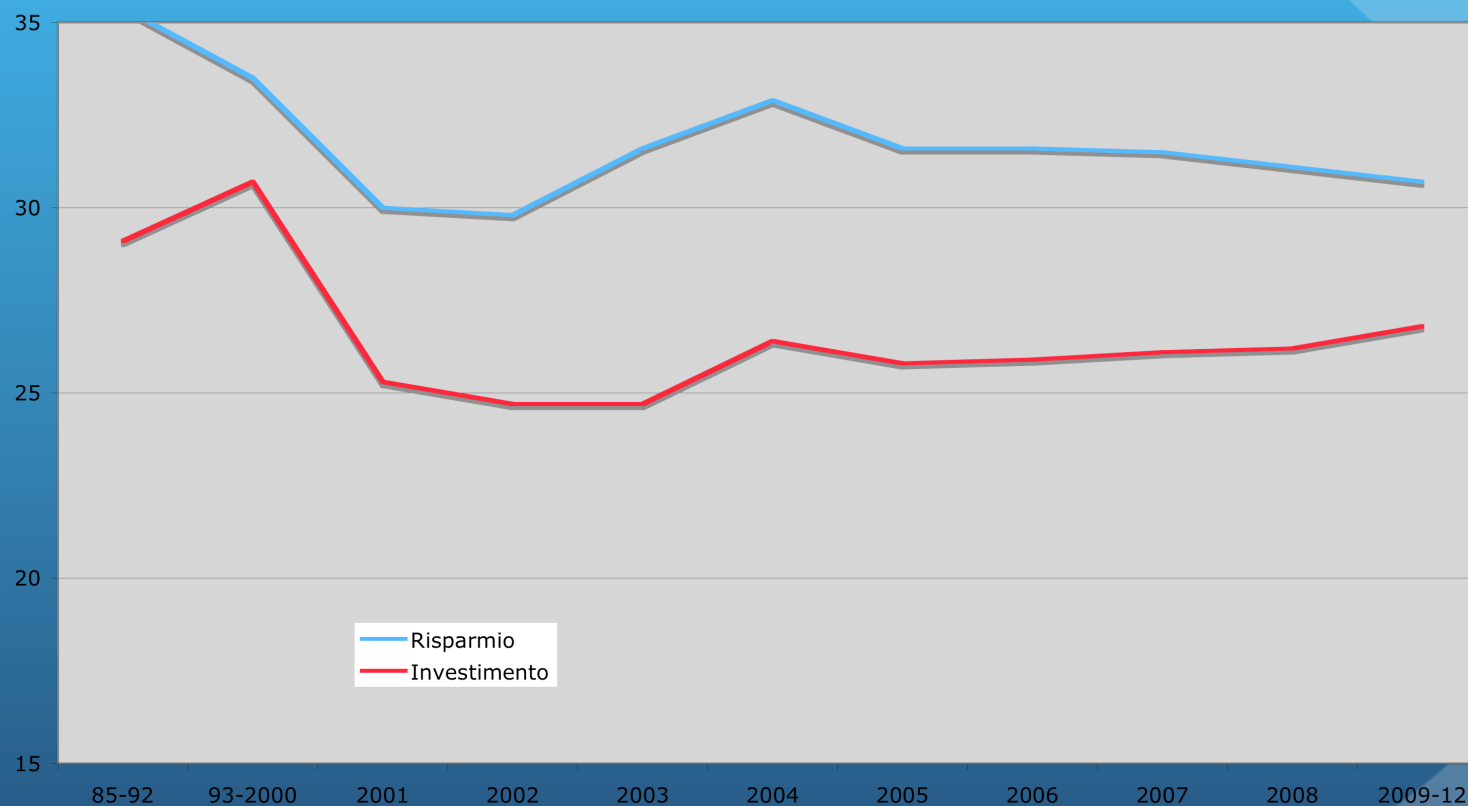
Risparmio netto: il medio-oriente

Risparmio e investimento (% sul Pil) - Medio Oriente



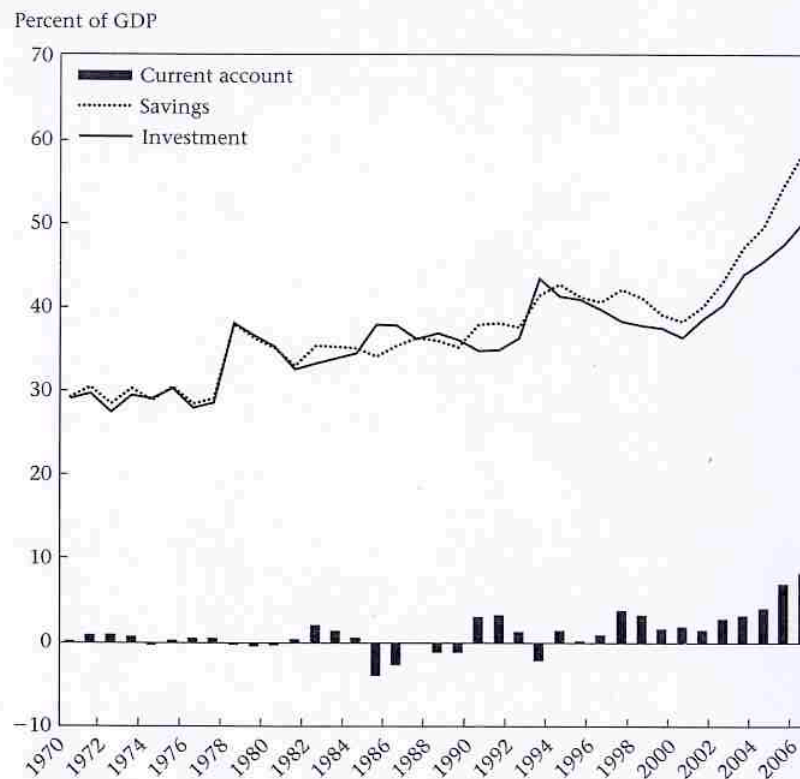
Risparmio netto: le *Tigri Asiatiche*

Risparmio e investimento (% sul Pil) - Tigri Asiatiche



Risparmio netto in Cina

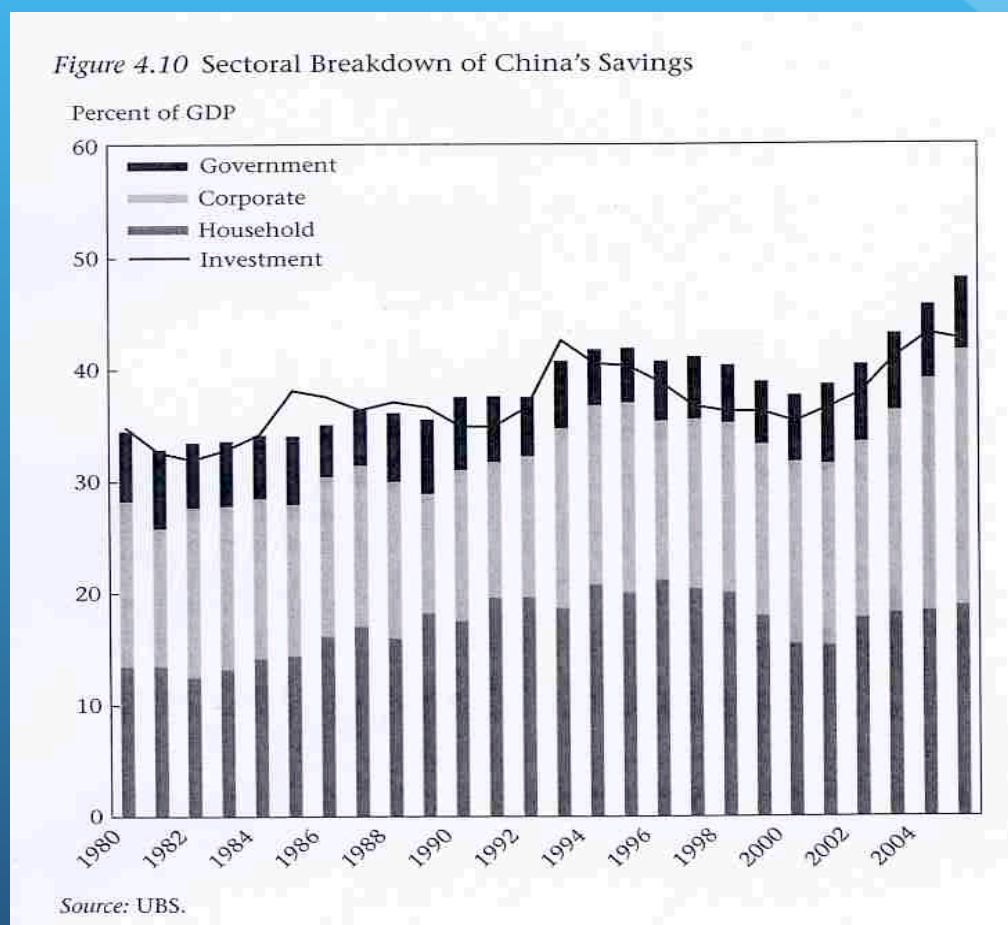
Figure 4.9 Savings, Investment, and Current Account in China



Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2007.

Scomposizione del risparmio in Cina

18



Scomposizione del risparmio negli USA

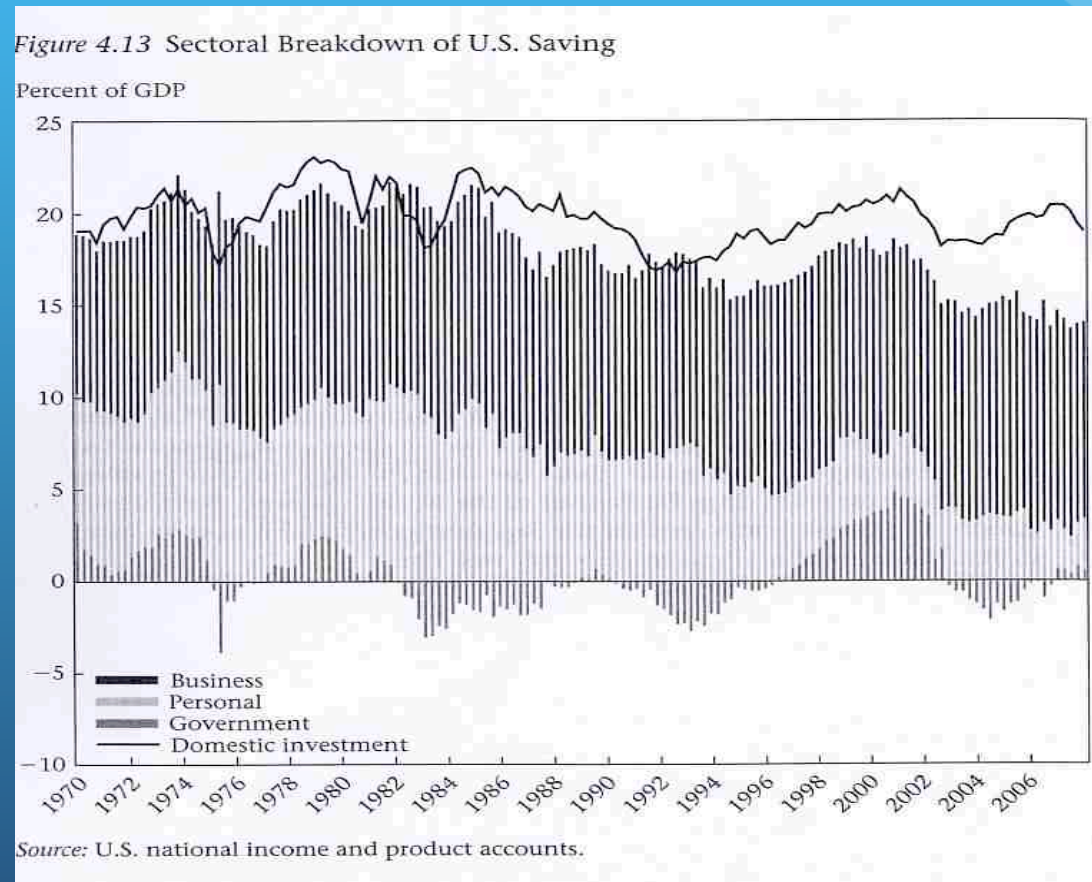
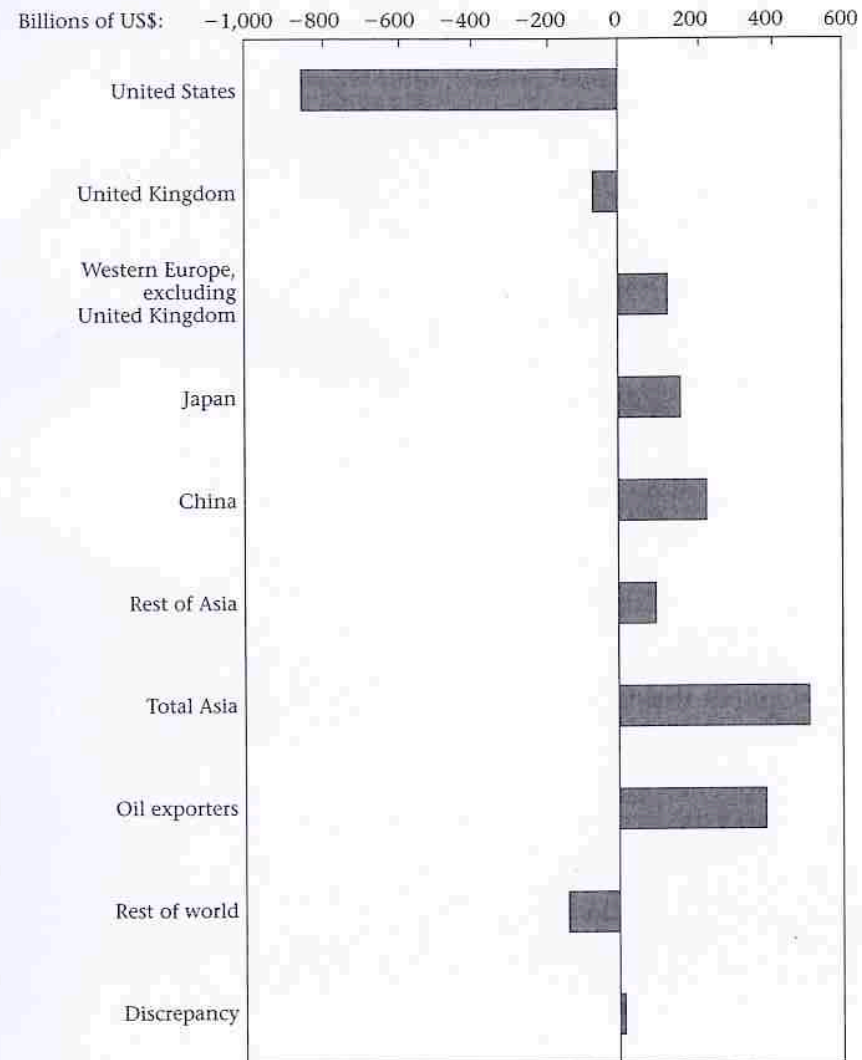


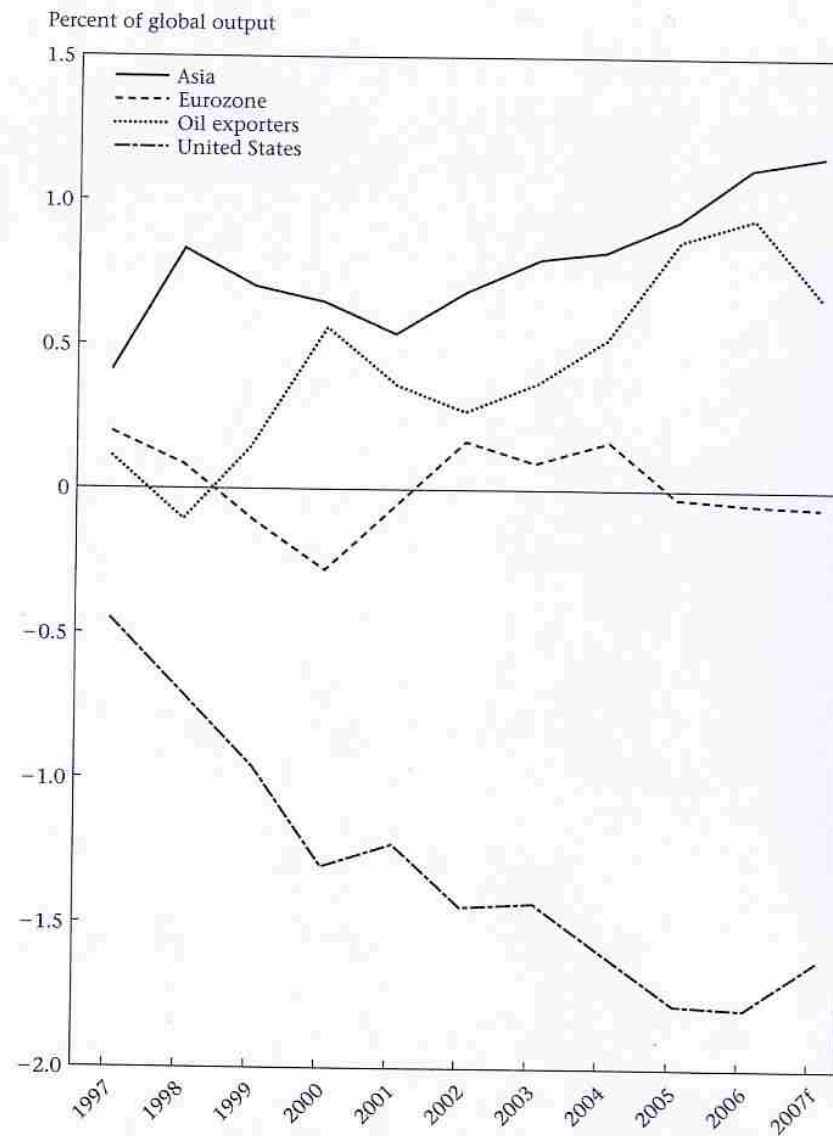
Figure 4.14 Global Current Accounts, 2006



Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2004 and April 2007, and World Economic Outlook Database.

Note: The "discrepancy" refers to the fact that the components enumerated in the figure do not add to zero owing to rounding.

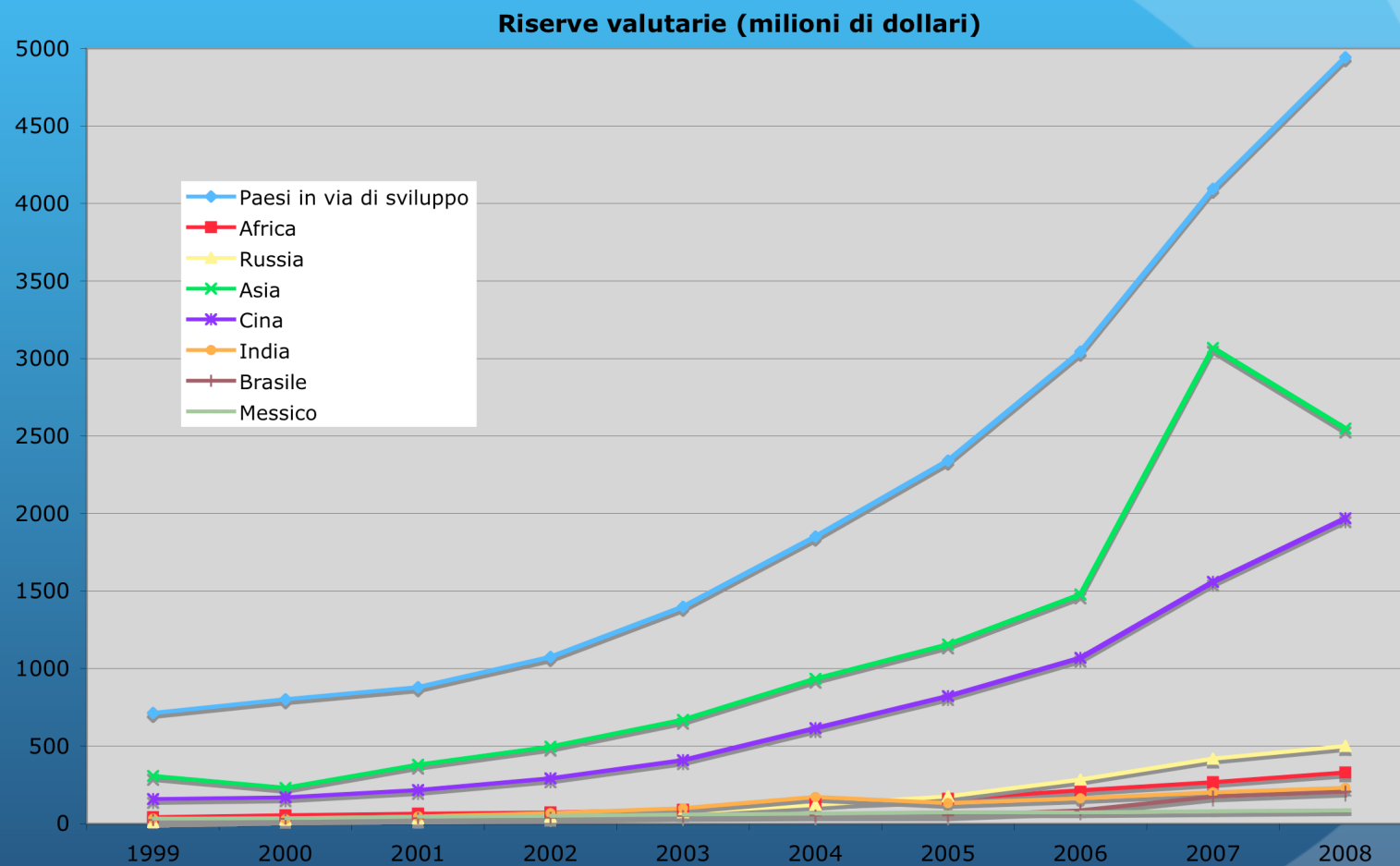
Figure 4.15 Global Current Account Balances



Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2007.

Note: f, Forecast.

Chi sta accumulando dollari?



Riserve valutarie e importazioni

Rapporto Riserve-Import

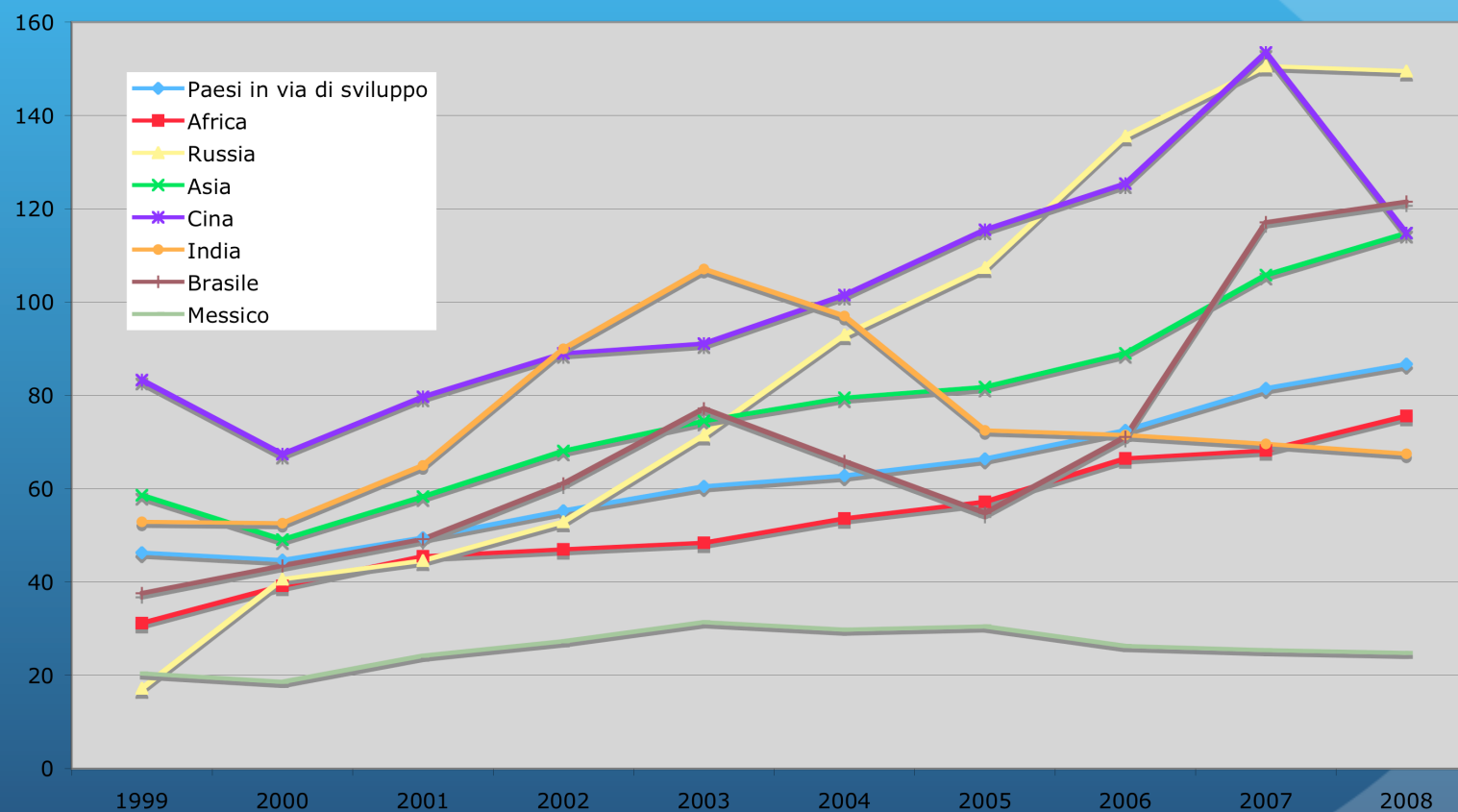
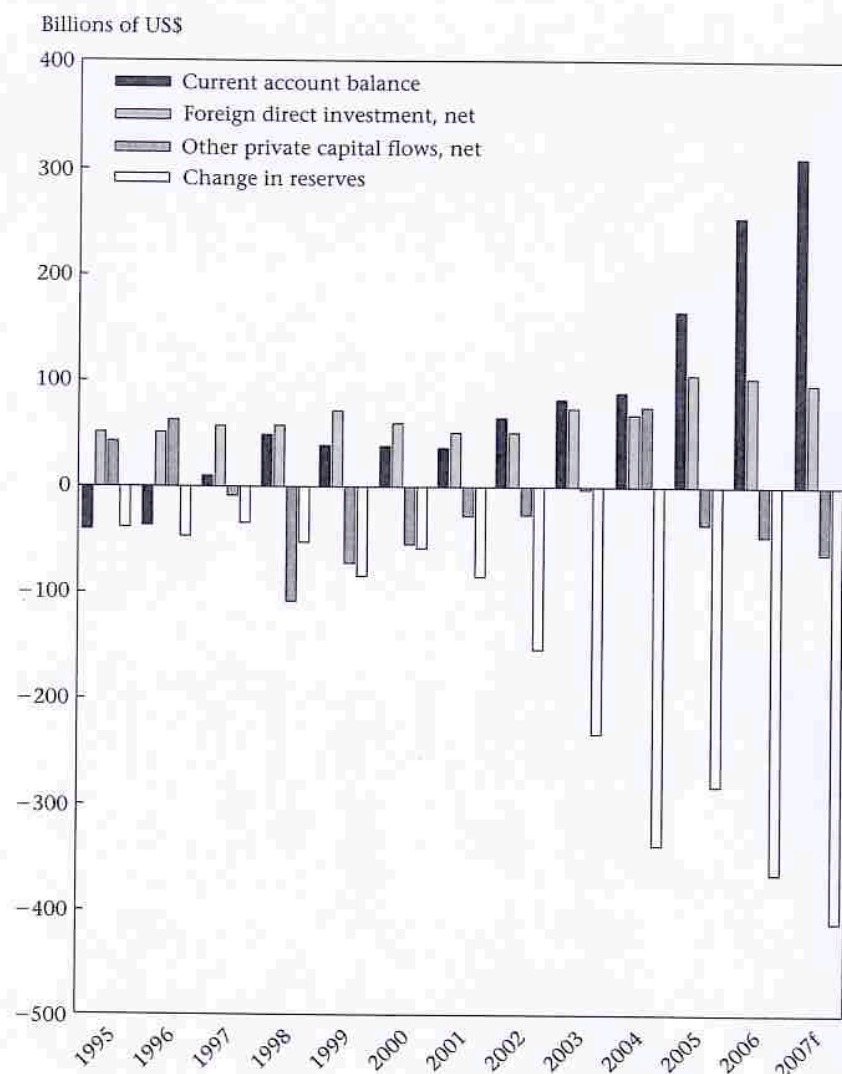


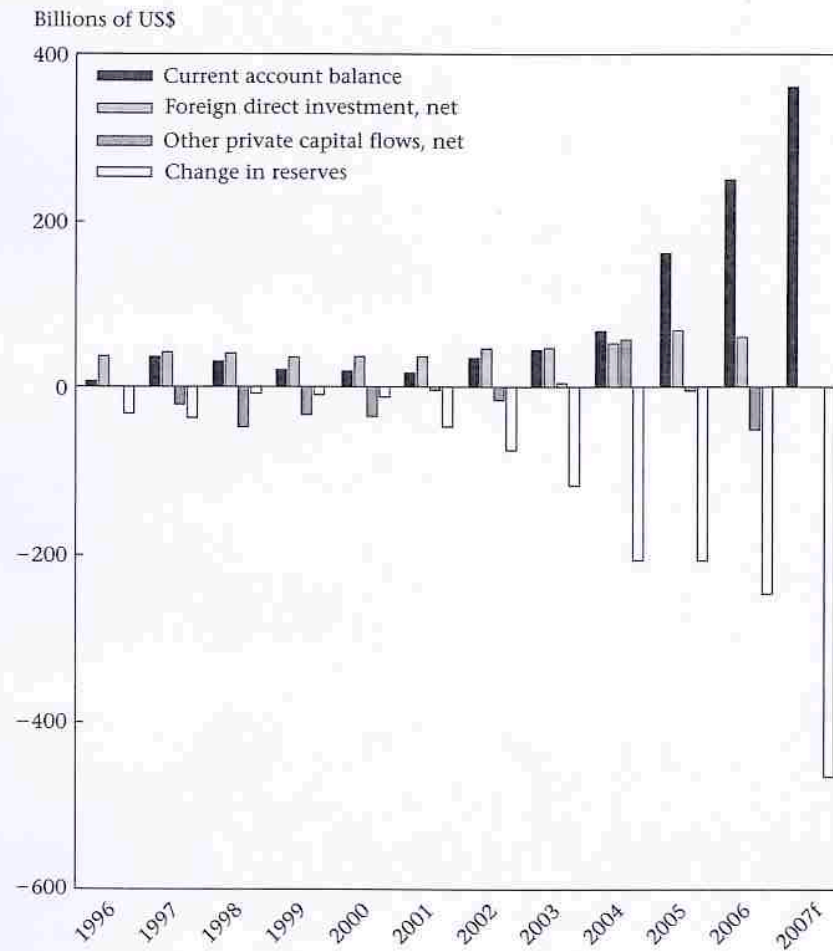
Figure 4.18 Balance of Payments of Developing Asia



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database.

Note: Excludes newly industrialized Asian economies. f, Forecast.

Figure 4.19 Balance of Payments of China



Source: International Monetary Fund, unpublished sources.

Note: f, Forecast.

Figure 4.23 Global Distribution of Foreign-Currency Reserves, March 2007



Source: International Monetary Fund, International Financial Statistics.

Figure 4.24 Changes in Global Foreign-Currency Reserves,
December 1999–March 2007

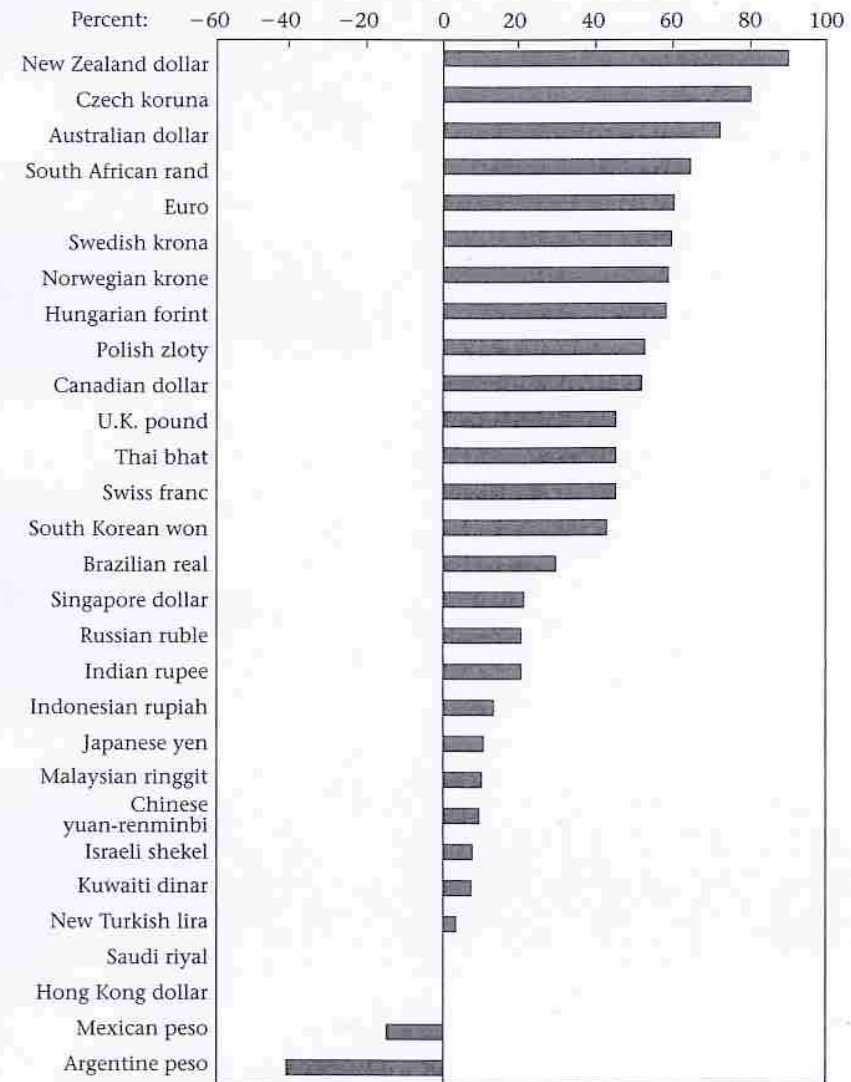


Source: International Monetary Fund, International Financial Statistics.

Perché i paesi “emergenti” accumulano dollari?

- Tre cause principali:
 1. Comportamento “cautelare” delle banche centrali a seguito della crisi finanziaria asiatica del 1997-1998
 2. L’accumulo di riserve estere accresce la “solvibilità” di questi paesi rispetto gli investitori privati dei paesi sviluppati:
 - Diminuisce il “rischio” paese
 3. Nei paesi produttori di materie prime l’accumulo è legato a motivi di “equità intergenerazionale” (se finisce il petrolio...)
 4. Nel caso della Cina, l’accumulo di riserve in dollari è anche conseguenza della politica di tasso di cambio fisso tra renminbi e dollaro seguito dal governo cinese

Figure 4.26 Change in Value against the U.S. Dollar between January 31, 2002, and July 18, 2007



Source: Thomson Datastream.

Il nesso Usa - Cina



È sostenibile il deficit Usa?

- Nessun paese può sostenere disavanzi e indebitamenti esteri crescenti
- Le conseguenze finali possono essere :
 - Crisi valutaria (deprezzamento repentino della valuta)
 - Fughe di capitali e crisi del mercato finanziario interno
 - Caduta della domanda interna e recessione economica
- Se un paese è in crescita, la bilancia commerciale può però essere moderatamente in deficit

La posizione degli Usa

- Finora gli Usa hanno goduto di una posizione “privilegiata”
 - Il dollaro è usato come moneta principale negli scambi internazionali
 - Gli Usa possono acquistare beni esteri emettendo dollari (*signoraggio*)
 - Gli Usa emettono passività finanziarie (debito) denominate in dollari ma hanno attività finanziarie estere in altre valute
 - Quando il dollaro si deprezza aumenta il valore in dollari delle attività finanziarie estere americane e il debito netto cala!
- Effetti: gli Usa possono sostenere più a lungo di altri paesi forti disavanzi commerciali

Conseguenze del riequilibrio

- Anche gli Usa devono però prima o poi riequilibrare la loro economia e ridurre l'indebitamento verso l'estero
- Per ridurre un disavanzo di bilancia commerciale serve:
 1. Un deprezzamento del dollaro
 2. Un aumento del risparmio interno
 3. Uno spostamento della domanda verso i prodotti Usa
- Gli effetti internazionali del riequilibrio possono essere più o meno gravi a seconda della velocità e intensità con cui questo avviene

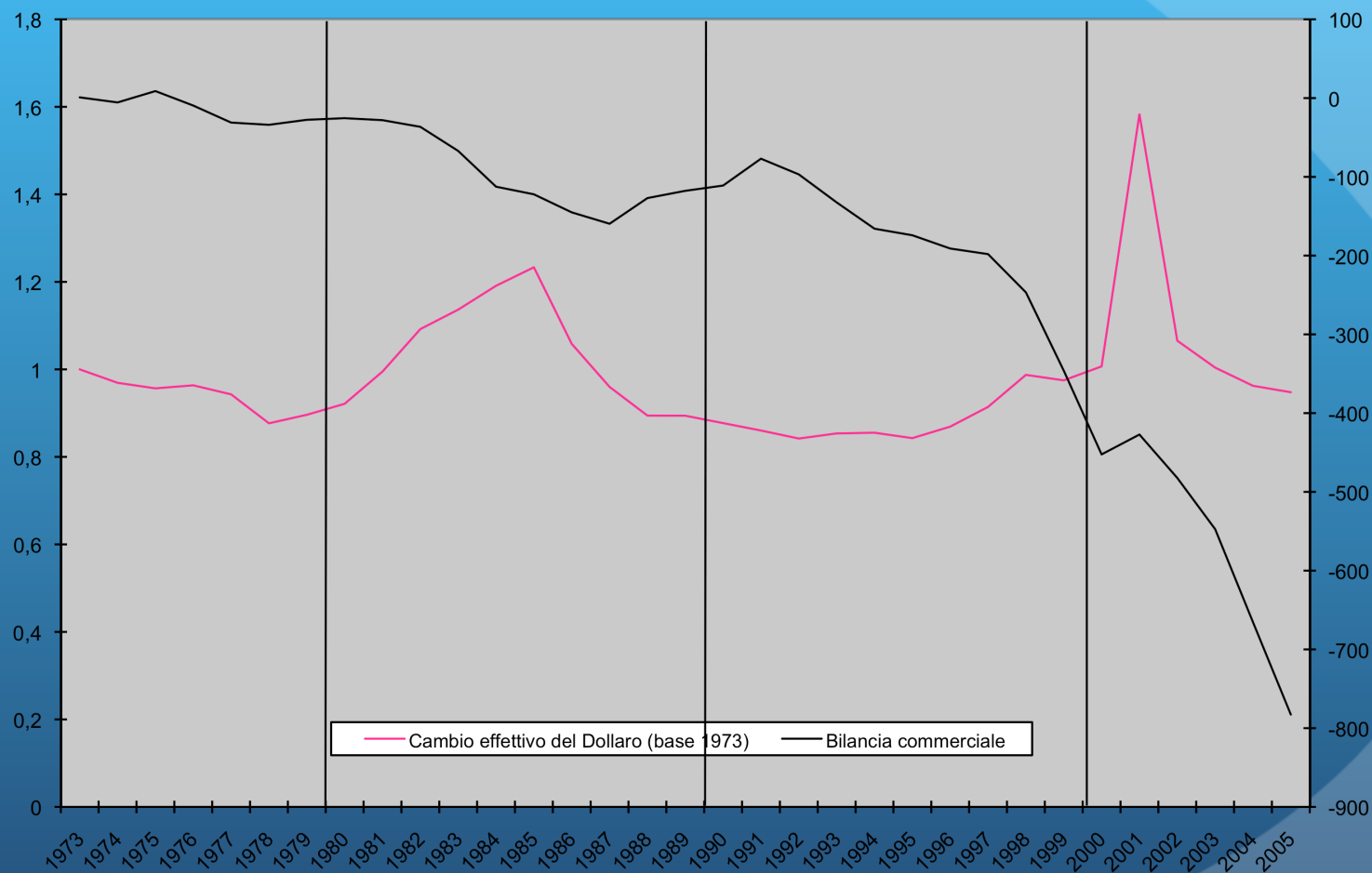
Quali sono i costi del riequilibrio?

- Il deprezzamento del dollaro è anche un apprezzamento dell'euro
- Un apprezzamento del renminbi implicherebbe anche un apprezzamento dell'euro
 - In ogni caso effetti negativi sulle esportazioni e la crescita europea
- Un aumento del risparmio interno Usa implica una caduta della spesa interna con effetti recessivi
 - Una recessione Usa si ripercuoterebbe negativamente sull'economia mondiale

Di quanto deve deprezzarsi il dollaro?

- Una continua crescita del disavanzo commerciale implica necessariamente un deprezzamento
- Per riportare a un livello sostenibile il disavanzo commerciale Usa (circa il 2,5% sul Pil) le stime indicano un deprezzamento compreso tra il 40% e il 90% sui livelli del 2005!
 - In termini reali il dollaro si è deprezzato del 40% rispetto il 2001 e del 11% rispetto il 2002
- Non si notano effetti significativi sul deficit commerciale

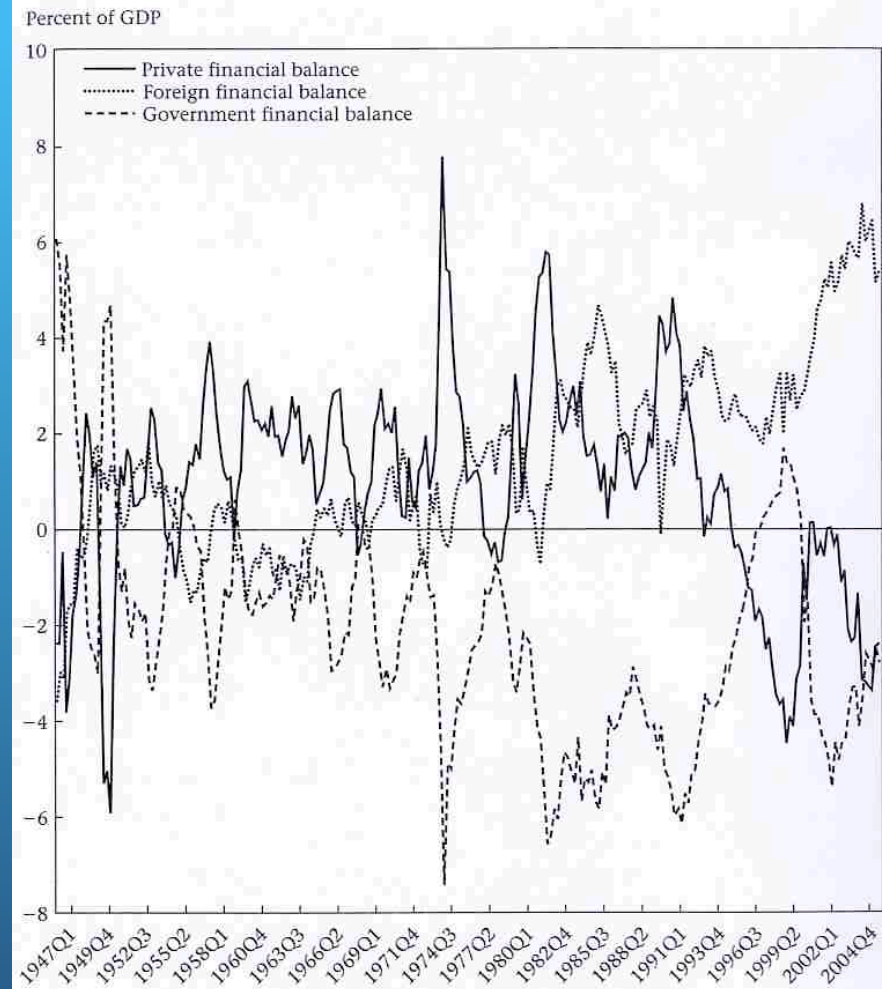
Deprezzamento e deficit Usa



L'aumento del risparmio negli Usa

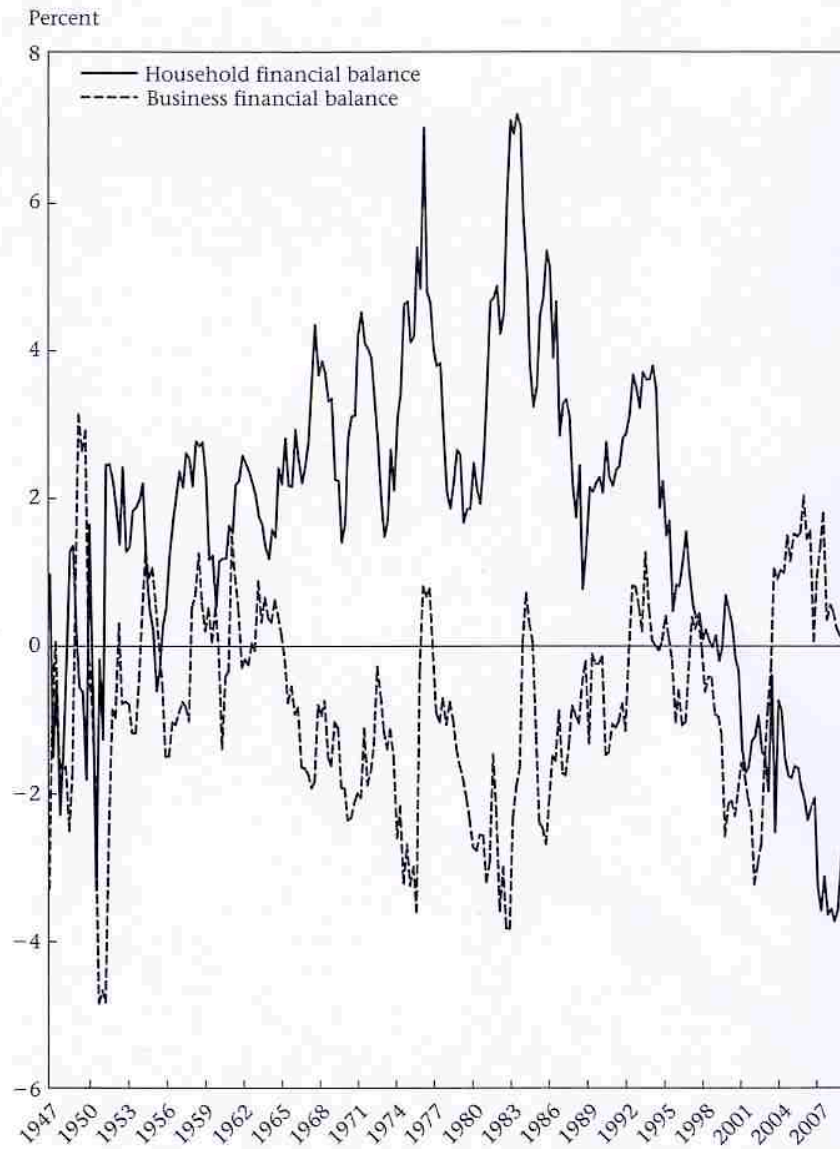
- Il principale fattore di riequilibrio è un aumento del risparmio interno pubblico e privato negli Usa:
 - Riduzione del disavanzo statale
 - Aumento del risparmio netto delle famiglie
 - Questo implica una caduta della domanda interna!
- Il forte indebitamento del settore privato ha reso l'economia americana molto vulnerabile a shock reali e finanziari
 - Crisi in corso del comparto immobiliare e dei mutui *sub-prime*

Figure 4.29 Sectoral Financial Balances in the United States



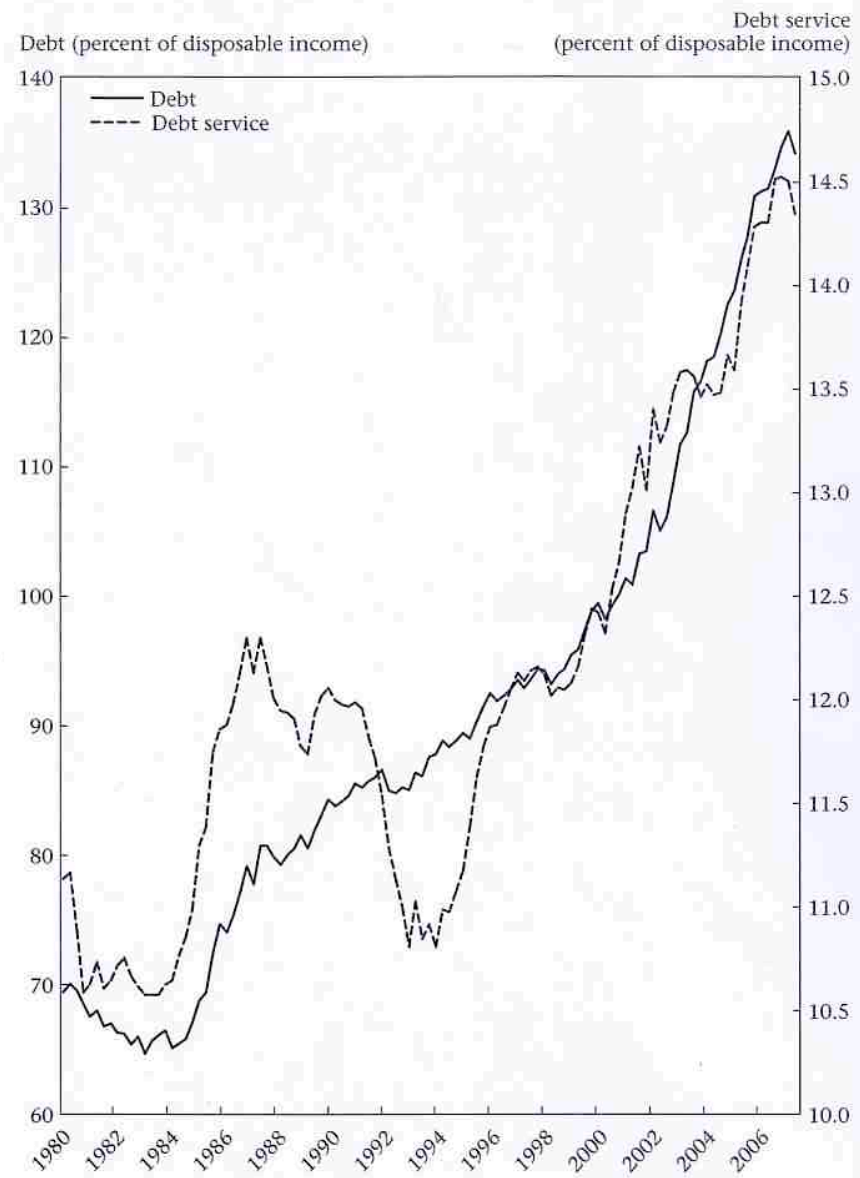
Source: U.S. national income and product accounts.

Figure 4.30 Composition of U.S. Private Sector Financial Balance



Source: U.S. national income and product accounts.

Figure 4.31 U.S. Household Debt and Debt Service



Source: Thomson Datastream.

Conclusioni

- Il crescente indebitamento estero Usa e i connessi flussi finanziari sono un elemento di “criticità” dell’economia mondiale
- Gli Usa sono in una situazione simile a quella dei primi anni '70 quando entrò in crisi il sistema monetario e finanziario mondiale :
 - doppio deficit (interno ed esterno),
 - elevate spese belliche
 - forte aumento del prezzo del petrolio
 - crollo del sistema di Bretton Woods
- La situazione attuale discende anche da un reciproco interesse tra Cina e Usa

Conclusioni

- Il processo di riequilibrio richiede una fase di debolezza del dollaro e un calo della domanda interna negli Usa
 - Questo avrà effetti negativi sull'economia europea a causa del rafforzamento dell'euro
- Due possibili scenari futuri:
 - “Hard landing”: repentino deprezzamento del dollaro e forte recessione mondiale
 - “Soft landing”: graduale deprezzamento del dollaro e rallentamento dell'economia mondiale