

DIS-ACCORDI DI CAMBIO: IL DOLLARO E GLI SQUILIBRI COMMERCIALI

di Andrea Fracasso, Stefano Schiavo
09 gennaio 2009

La presenza di ampi squilibri nelle partite correnti a livello globale continua a rappresentare un fattore di debolezza nel sistema economico mondiale. Il recente brusco deprezzamento del dollaro ha fatto riemergere tentativi di manipolare i cambi a fini competitivi, che possono aggravare la crisi in atto. Siamo di fronte ad un paradosso per cui i mercati non riescono a garantire l'assorbimento degli squilibri, ma una soluzione concordata a livello multilaterale è resa difficile dall'elevato numero di attori da coinvolgere.

Da almeno 10 anni il sistema economico mondiale convive con ampi squilibri di conto corrente, in gergo economico *global imbalances*. Prima che la crisi finanziaria balzasse in testa alle preoccupazioni delle autorità economiche del mondo intero, la necessità di orchestrare un processo di rientro graduale ed equilibrato era condivisa da diversi analisti. Il FMI stesso aveva organizzato degli incontri di discussione tra i 5 paesi (aree) di maggiori dimensioni (le cosiddette *Multilateral Consultations*) per agevolare tale aggiustamento. Un ruolo fondamentale in questo processo era attribuito ai tassi di cambio, al punto che William Cline e altri economisti del Peterson Institute di Washington formularono l'ipotesi di un nuovo piano di coordinamento internazionale simile a quello messo in piedi nel 1985 con l'Accordo del Plaza.

Sebbene oggi l'attenzione dei media si concentri sulla recessione economica, il problema degli squilibri di conto corrente e dei movimenti dei tassi di cambio non è meno stringente di quanto non fosse pochi anni fa. Il deficit commerciale statunitense e gli ampi surplus delle partite correnti che caratterizzano la Cina e gli esportatori di materie prime costituiscono un punto di debolezza nel sistema economico mondiale che può aggravare la crisi. Alto è il rischio che, di fronte alla recessione, i paesi perseguano unilateralmente politiche di svalutazione competitiva allo scopo di sostenere l'export e l'attività economica. Poiché il deprezzamento valutario genera effetti sui saldi commerciali con un consistente ritardo, i paesi potrebbero essere indotti a svalutazioni anche molto ampie che avrebbero effetti negativi su altri aspetti dell'economia (prezzi, tassi di interesse, sostenibilità del debito, eccetera). Se questo dovesse succedere, il sistema commerciale internazionale soffrirebbe un duro colpo e la crisi dell'economia reale, come già avvenuto negli anni '30, diverrebbe ancora più grave e profonda. I primi segnali in questa direzione si stanno già osservando: a fronte del brusco calo del dollaro di metà dicembre, in concomitanza con il drastico abbassamento dei tassi operato dalla Fed, fonti del Ministero delle Finanze di Tokio hanno dichiarato che rapidi movimenti del cambio sono indesiderabili e la Banca del Giappone si è affrettata a ridurre a sua volta i tassi per scongiurare un apprezzamento dello yen che danneggerebbe l'export nipponico.

I paesi asiatici, i cui tassi di cambio sono per la maggior parte controllati dalle autorità economiche, scontano un particolare problema di coordinamento. In un contesto in cui le economie asiatiche emergenti competono tra loro sugli stessi mercati, nessuno vuole rischiare di compromettere la propria competitività facendo apprezzare la propria valuta (come accaduto alla Corea all'inizio del 2008). Ogni paese ha incentivo a lasciare che siano gli altri a fare il primo passo e quindi il sistema risulta ingessato.

Il problema di coordinare i tassi di cambio, intuitivamente, ha una duplice natura. In primo luogo, i tassi di cambio nel breve termine risentono dei movimenti di capitali. Il recente andamento del dollaro contro yen ed euro rispecchia movimenti dovuti, in modo diverso nei vari periodi, ai differenziali nei tassi di interesse e crescita delle varie aree, alla scarsità relativa di dollari fuori dagli Stati Uniti (da cui gli accordi di swap tra le banche centrali), e alla chiusura delle posizioni di carry trade. Questo rende molto difficile distinguere le (seppure ampie) fluttuazioni di breve durata dagli aggiustamenti dovuti ai fondamentali. In secondo luogo, per una simultanea riduzione degli squilibri tra i vari paesi, i tassi di cambio bilaterali dovrebbero variare in modo adeguato. Ad esempio, se la svalutazione del dollaro avvenisse solo a spese dell'euro, questo non aiuterebbe a ridurre il deficit statunitense nei confronti della Cina. Inoltre, i paesi esportatori di petrolio, a causa delle forti importazioni dall'area euro, avrebbero difficoltà a mantenere le valute ancorate a un dollaro in caduta, a meno che il prezzo del greggio non tornasse velocemente a valori più elevati.

In un nostro recente lavoro⁽¹⁾ abbiamo esplorato due questioni relative a questo processo di riequilibrio: la capacità dei mercati di generare un aggiustamento automatico dei tassi di cambio in grado di facilitare il riassorbimento degli squilibri, e la complessità di un eventuale accordo multilaterale sulla stregua di quello siglato al Hotel Plaza di New York nel 1985.

Nel corso degli ultimi 20-25 anni la complessità della rete degli squilibri commerciali è aumentata sotto svariati punti di vista. Innanzitutto la dimensione del fenomeno ha raggiunto circa il 3% del PIL mondiale (dati riferiti al 2005), il doppio del valore assunto a metà degli anni '80. È cresciuto altresì il numero di paesi che mostrano uno squilibrio rilevante (positivo o negativo) nella bilancia commerciale. Nel 1985 solo 2 paesi mostravano un

deficit superiore allo 0.05% del PIL mondiale, mentre essi sono 7 nel 2005. A fronte di ciò si hanno 16 economie con un surplus maggiore della stessa soglia (erano 8 nel 1985). Infatti, anche a causa dell'elevato prezzo delle materie prime che ha caratterizzato il recente passato, si è assistito a un aumento del numero di attori con ampi avanzi di partite correnti, la maggior parte dei quali è concentrata tra i paesi in via di sviluppo. In media, è cresciuto il numero di partner con cui ogni paese ha uno squilibrio, nonché l'eterogeneità nelle posizioni dei paesi.

Una struttura di questo tipo fornisce alcuni spunti interessanti di riflessione in quanto rivela che il parallelismo tra la situazione attuale e il 1985 (l'anno dell'Accordo del Plaza) è superficiale date le numerose differenze tra i due periodi. Inoltre, essa suggerisce che il numero di paesi implicati nell'odierna rete di squilibri globali è estremamente vasta. Non sono solo i flussi commerciali lordi a essere aumentati di molto nel corso degli ultimi decenni, ma anche quelli netti, ovvero gli squilibri. Da ultimo, la struttura della rete delle global imbalances mostra che il gruppo dei paesi caratterizzati da surplus ampi e diffusi è molto più ristretto rispetto a quello dei paesi con numerosi deficit bilaterali. Questo rende più importante che, a differenza di quanto avvenuto finora, il primo gruppo (fatto soprattutto di paesi emergenti) sia maggiormente coinvolto nelle strategie di riequilibrio del sistema.

Ma se una soluzione concordata è difficile da raggiungere, cosa si può dire di un aggiustamento lasciato alle forze di mercato e all'interventismo di pochi governi? Tra il picco raggiunto nel 2002 e il 2008 il dollaro ha subito un deprezzamento graduale e costante, arrivando a perdere il 26% del proprio valore nei confronti delle valute di un gruppo ampio di partner commerciali. Quindi, apparentemente non sembra esserci bisogno di un "Nuovo Plaza".

In realtà, questa corsa al ribasso del dollaro non ha avuto un effetto significativo sulla bilancia dei pagamenti statunitense. Al di là del fatto che gli effetti delle svalutazioni si vedono solo con un certo ritardo, il problema è che finora il deprezzamento del dollaro ha avuto luogo nei confronti delle valute sbagliate! In particolare, non ha riguardato (o lo ha fatto in misura molto limitata) quelle dei maggiori creditori degli Stati Uniti, i paesi asiatici e gli esportatori di petrolio. In effetti, se concentriamo la nostra attenzione sulle 7 maggiori valute la perdita di valore del dollaro raggiunge addirittura il 37%, segno che essa si è concentrata in misura particolare verso le economie in questione(2), che però rappresentano soltanto un terzo del deficit complessivo degli Stati Uniti.

Costruendo indici di tasso di cambio effettivo che tengano conto delle sole posizioni in deficit (o in surplus) si vede come i movimenti che hanno caratterizzato le varie valute negli ultimi anni non siano coerenti con la chiusura simultanea di tutti gli squilibri(3). In particolare, il dollaro si muove nella stessa direzione sia nei confronti dei creditori che dei debitori, mentre per chiudere il deficit statunitense sarebbe necessario un deprezzamento rispetto ai primi ed un apprezzamento rispetto ai secondi. In realtà è bene tener presente che il tasso di cambio è solo uno dei fattori che determinano l'andamento delle partite correnti, e forse neanche il fattore principe: politiche fiscali adeguate sono altrettanto importanti. Sebbene ad oggi l'attenzione degli stati sia focalizzata sul contenimento della recessione globale e sul rilancio dell'economia, un uso spregiudicato dei tassi di cambio a fini competitivi potrebbe avere effetti nefasti. Questo riporta al centro del dibattito il ruolo degli organismi internazionali (FMI) per risolvere i problemi di coordinamento che possono ritardare e rendere più costoso l'aggiustamento.

Emerge quindi una sorta di paradosso: da un lato gli aggiustamenti non coordinati non sembrano in grado di garantire un assorbimento sufficientemente rapido degli squilibri globali; dall'altro ogni tentativo di arrivare ad una soluzione concordata si scontra con la complessità politico-istituzionale connessa ad un tale piano, e con la necessità di coinvolgere un numero elevato di paesi caratterizzati da situazioni e interessi molto diversi e in parte contrapposti. (1) A. Fracasso e S. Schiavo (2008), Trade-imbalances networks and exchange rate adjustments: the paradox of a new Plaza, Discussion Paper 2008.24, Dipartimento di Economia, Università di Trento. (2) Le monete in questione sono quelle utilizzate dalla Fed per costruire il tasso di cambio effettivo con le principali valute e comprendono euro, dollaro canadese, yen, sterlina, franco svizzero, dollaro australiano e corona svedese.

(3) A. Fracasso e S. Schiavo, ibidem.