

CRISI FINANZIARIA/2

Ma l'epoca degli squilibri globali è finita

di **Barry Eichengreen**

Sono passati esattamente dieci anni da quando il mondo ha cominciato a mettersi in allarme per gli squilibri globali, e più nello specifico per i cronici squilibri commerciali e delle partite correnti tra Stati Uniti e Cina. Ora possiamo felicemente proclamare che l'era degli squilibri globali è finita. Ed è arrivato il momento di trarre i giusti insegnamenti da quel periodo.

Attualmente, il disavanzo degli Stati Uniti nel saldo con l'estero, che nel 2006 si attestava su un allarmante 5,8% del Pil, si è ridimensionato scendendo a un mero 2,7%, che gli Stati Uniti possono facilmente coprire con i proventi delle concessioni e i rendimenti di precedenti investimenti esteri, senza bisogno di incrementare ulteriormente il debito estero. Ancora più impressionante è il dimagrimento dell'eccedenza ci-

nese, dallo stratosferico 10% del Pil del 2007 al modesto 2,5% odierno.

Nazioni con disavanzi ed eccedenze preoccupanti ci sono ancora, prime fra tutte Germania e Turchia: ma l'eccedenza tedesca (6% del Pil) è un problema soprattutto per l'Europa, mentre il disavanzo turco (7,4%) è un problema soprattutto per la Turchia; in altre parole, non sono problemi di portata globale.

Nel lontano 2004 c'erano due scuole di pensiero sugli squilibri globali. La scuola del dottor Pangloss diceva che non era questo granché, un semplice riflesso della domanda di riserve in dollari da parte delle economie emergenti, che solo gli Stati Uniti potevano soddisfare, e dell'insaziabile appetito dei consumatori americani per le merci di importazione a buon mercato. Scambiare attività sicure con merci da quattro soldi era il migliore dei mondi possibili, un equilibrio felice che sarebbe potuto durare all'infinito.

I seguaci della scuola del dottor Destino invece ammonivano che gli squilibri globali erano un disastro in agguato. A un certo punto, la domanda di attività Usa da parte dei mercati emergenti avrebbe raggiunto la saturazione.

Continua ► pagina 16

UN MONDO TRA USA E CINA

Non è tempo di squilibri globali

Insegnamento: la crisi ha avuto origini finanziarie, non commerciali

di **Barry Eichengreen**

► Continua da pagina 1

Peggio ancora: i mercati emergenti sarebbero giunti alla conclusione che le attività Usa non erano più sicure. Il flusso di fondi che finanziava il disavanzo delle partite correnti di Washington si sarebbe prosciugato, il dollaro sarebbe precipitato e le società finanziarie sarebbero state prese in contropiede: e come conseguenza di tutto questo sarebbe scoppiata una crisi.

Ora sappiamo che sbagliavano tutti e due, sia il dottor Pangloss che il dottor Destino. Gli squilibri globali non sono continuati all'infinito: una volta saziato il desiderio di attività sicure, la Cina ha puntato su investimenti esteri più rischiosi e ha cominciato a riportare in equilibrio la sua economia, spostando l'accento dai ri-

sparmi ai consumi e dalle esportazioni alla domanda interna.

Gli Stati Uniti, nel frattempo, si sono resi conto dei pericoli di un eccesso di debito e leva finanziaria e hanno iniziato a prendere misure per ridurre l'indebitamento e incoraggiare il risparmio. Per agevolare questo cambiamento dei modelli di spesa, il dollaro si è indebolito, consentendo agli Stati Uniti di esportare di più. Lo yuan, al contempo, per effetto della maggiore propensione al consumo dei cittadini cinesi si è rafforzato.

Una crisi c'è stata, certo, ma non per colpa degli squilibri globali. Gli Stati Uniti avevano problemi finanziari di ogni sorta, ma non quello di finanziare il proprio disavanzo con l'estero. Al contrario: il dollaro è stato tra i pochi veri beneficiari della crisi, perché gli investitori esteri, disperatamente a caccia di liquidità, si

sono riversati in massa sui buoni del Tesoro americani.

La crisi è stata provocata da qualcos'altro, vale a dire dalla carenza di vigilanza e regolamentazione delle società e dei mercati finanziari americani, che ha lasciato campo libero a prassi insane ed eccessi finanziari. Non è stata la Cina a provocare la cri-



si finanziaria: è stata l'America (con l'aiuto di altre economie avanzate).

Questo non significa negare il ruolo chiave dei flussi di capitali a livello internazionale. Ma non sono stati i flussi netti di capitali dal resto del mondo destinati a finanziare il deficit delle partite correnti Usa che hanno pesato, bensì i flussi lordi di finanziamenti dagli Stati Uniti all'Europa, che hanno consentito alle banche europee di accrescere il loro indebitamento, e i corrispettivi e imponenti flussi di denaro dalle banche europee verso titoli tossici Usa, collegati ai mutui subprime. Sia i contestatori che i difensori degli squilibri globali hanno ignorato quasi completamente questi flussi lordi che viaggiavano in entrambe le direzioni tra le due sponde dell'Atlantico.

La prossima volta che emergeranno squilibri globali, gli analisti sapranno - dobbiamo sperarlo - guardare sotto la superficie. Ma ci sarà una prossima volta? Un paio di anni fa le società di previsioni erano sicure che gli squilibri sarebbero riemersi, una volta passata la crisi. Ora però questo scenario appare improbabile: né gli Stati Uniti né la Cina stanno tornando al tasso di crescita o ai modelli di spesa di prima della crisi.

Anche la situazione commerciale precedente non sembra destinata a riproporsi. La posizione degli Stati Uniti negli scambi commerciali verrà rafforzata dalla rivoluzione dei gas di scisto, che promettono l'auto-sufficienza energetica, e da incrementi della produttività che lasciano presagire un rimpatrio ancora più accentuato della produzione manifatturiera.

I mercati emergenti, da parte loro, hanno imparato che un surplus nella bilancia commerciale non è una garanzia di rapida crescita, e che il fatto di poter contare su consistenti riserve internazionali non è garanzia di stabilità finanziaria. Ci sono modi migliori per potenziare la stabilità, dal rafforzamento della vigilanza prudenziale all'imposizione di tasse e controlli sui flussi di capitali destabilizzanti e all'aggiustamento del tasso di cambio.

Tutto questo sembra indicare che l'accumulo di riserve estere da parte dei Paesi emergenti e in via di sviluppo - un altro fenomeno su cui molto inchiostro è stato versato - forse sta per raggiungere l'apice. Dopo di che, sarà solo un altro problema dietro le nostre spalle.

(Traduzione di Fabio Galimberti)

© PROJECT SYNDICATE, 2014