

# CERM

competitività regole mercati

Fabio Pammolli  
Nicola C. Salerno

WP CERM 01-2008

# INFLAZIONE, BASSA CRESCITA, EURO FORTE: TRA PROBLEMI EUROPEI ED ECONOMIA GLOBALE



*edizioni fondazione cerm*

Published by **Fondazione Cerm**

[www.cermlab.it](http://www.cermlab.it)

**ISBN 978-88-3289-026-6**

*“ We, the Delegates of this Conference, Mr. President, have been trying to accomplish something very difficult to accomplish. We have not been trying, each one to please himself, and to find the solution most acceptable in our own particular situation. That would have been easy. It has been our task to find a common measure, a common standard, a common rule applicable to each and not irksome to any. [...] Finally, we have perhaps accomplished here in Bretton Woods something more significant than what is embodied in this Final Act. We have shown that a concourse of forty-four nations are actually able to work together at a constructive task in amity and unbroken concord. Few believed it possible. If we can continue in a larger task as we have begun in this limited task, there is hope for the world. “*

dal discorso di John Maynard Keynes  
alla sessione plenaria di chiusura  
della Conferenza di Bretton Woods (Luglio 1944),  
Donald Moggridge (ed.), “The Collected Writings of  
John Maynard Keynes”, London, vol. 26, p. 101

## Sommario

---

Stiamo probabilmente assistendo agli ultimi atti di Bretton Woods 2, la fase apertasi dopo l'abbandono del *gold exchange standard* nel 1971 (con il cosiddetto "*Nixon shock*"), e protrattasi sostanzialmente sino ai nostri giorni. Dopo il 1971, il Dollaro, anche se non più convertibile in oro con cambio fisso, ha continuato a rimanere la valuta piolo, con domanda elevata sia per finalità commerciali che di riserva di valore.

Per certi versi, si può sostenere che soltanto adesso si sta prospettando per il mondo una vera e propria fase di cambi fluttuanti, accentuata dal fatto che, non solo i mercati finanziari sono molto più sviluppati ed interconnessi rispetto agli anni '70, ma anche che sono, adesso, più numerosi gli attori che perseguono politiche monetarie autonome o aspiranti all'autonomia e con obiettivi che possono risultare anche contrapposti.

L'Europa ha creato l'Euro e si è impegnata a custodirne il valore reale, assegnando alla BCE il compito statutario di garantire la stabilità dei prezzi, manovrando senza indugi il tasso di sconto. Tuttavia, ad una moneta forte che ha conquistato spazi sui mercati internazionali, l'Europa non è stata ancora in grado di affiancare politiche per la crescita (né a livello di coordinamento delle scelte dei singoli *Partner*, né valorizzando la scala continentale). A tal punto che la moneta forte, invece che base per uno stabile sviluppo, sta assumendo, per alcuni Governi, le vesti di un vincolo troppo pesante, di freno alle esportazioni, agli investimenti e alla domanda interna.

Sull'Euro forte sta facendo affidamento la FED, che per la prima volta nella storia dal Secondo Dopoguerra ha a disposizione una valuta di *standing* elevato e alternativa al Dollaro, rispetto alla quale guidare quel deprezzamento del Dollaro, da tempo invocato da tanti economisti, necessario al riaggiustamento dei conti degli Stati Uniti, interni (*deficit* e debito pubblico) e soprattutto esterni (*deficit* della bilancia commerciale e ampia dipendenza dal *financial inflow* proveniente dall'Estero). Con una nuova valuta di riferimento per i mercati internazionali, la politica monetaria della FED sta acquistando "gradi di libertà" sul tasso di cambio. Ma non sono solo vantaggi: perché il Dollaro debole genera di per sé inflazione (la più alta in USA da circa vent'anni) e la esporta in tutto il mondo, e può ridare impulso alla bolla immobiliare ancora in corso; e perché il Dollaro debole (più soggetto alle regole del mercato di quanto non lo fosse nei decenni passati) amplifica l'impatto inflazionistico della politica monetaria espansiva che la FED sta seguendo dopo lo scoppio della crisi dei mutui *subprime*.

Nell'incertezza monetaria mondiale, tra Europa e Stati Uniti si stanno facendo prepotentemente avanti i *newcomer* sulla scena internazionale, soprattutto la Cina, ma anche l'India, la Russia, i Paesi del Golfo, etc.. Questi Paesi possono trarre grandi vantaggi dal binomio monetario Dollaro debole / Euro forte: ancorando le proprie valute al Dollaro (con *heavily managed floating* o direttamente *pegging*), cavalcando il suo deprezzamento per guadagnare competitività nell'*export* e incentivare le delocalizzazioni industriali dall'Europa e, infine, utilizzando l'Euro come moneta con cui ottimizzare la gestione di portafoglio *asset*, come riserva di valore senza essere esposti alle conseguenze negative della sua forza sui mercati. Due valute non loro, ma a loro disposizione per ottimizzare separatamente i commerci e l'accumulazione. Ma fino a che punto converrà questo "gioco"? Le relazioni commerciali in Dollaro debole causano instabilità monetaria ed inflazione, che tutti i *newcomer* stanno sperimentando a livelli elevati, in alcuni casi a doppia cifra. Le politiche commerciali aggressive, fondate sui vantaggi di cambio, sollecitano reazioni protezionistiche, che già sono sopraggiunte nei rapporti USA-Cina e USA-Europa (per fare un esempio). La rapida accumulazione di ingenti riserve valutarie in mano alle banche

centrali dei *newcomer* (quelle cinesi hanno raggiunto un livello *record*, i 1.600 miliardi di Dollari) prepara condizioni di permanente squilibrio che, in assenza di regole monetarie globali, si prestano a manovre speculative da parte dei privati e degli stessi Governi, con riflessi negativi sulle relazioni internazionali complessive.

Da strategie unilaterali non potrà derivare nulla di positivo per nessuno dei *game player*. Anche considerando progressi dell'Europa nelle politiche per la crescita, se la forza dell'Euro non si collocherà presto in un progetto di nuovo ordine monetario globale, è difficile immaginare che la politica monetaria della BCE possa ignorare le strategie opportunistiche, a danno dell'Europa, con cui sia Stati Uniti che Paesi emergenti tenteranno di sfruttare l'esistenza di una moneta internazionale così forte e così ben difesa. Dal canto loro, per portare a compimento il *soft landing* (il riaggiustamento, senza troppo forti discontinuità, dei loro conti interni ed esterni), gli Stati Uniti hanno necessità che l'Euro si affianchi al Dollaro come valuta piolo su scala mondiale; ma proprio a questo fine hanno anche necessità di un'Europa che non si "dissanguia" dietro l'Euro, perché alla fine la forza della moneta la fa il Paese che la emette, e un'Europa in buona salute è importante anche per bilanciare i nuovi equilibri politici che si stanno determinando con l'avanzamento dei *newcomer*. Per non dire che un Dollaro che continua ad indebolirsi, assieme alla spinta al riaggiustamento dei conti, porta anche inflazione e instabilità finanziaria. Per quanto riguarda i *newcomer*, se l'obiettivo è quello, incontestabile, di entrare nel circuito dello sviluppo e del benessere per tutti i cittadini, la via non può essere quella di politiche aggressive e di spregiudicate movimentazioni valutarie, che si ritorcerebbero contro nella forma di risposte protezionistiche (anche sul fronte della delocalizzazione di unità produttive), instabilità monetaria e finanziaria, razionamenti/blocchi nell'*export* di beni/servizi/*knowhow* sui quali non sono, e difficilmente hanno possibilità di divenire in un prossimo futuro, autarchici.

È interesse di tutti lavorare ad un nuovo ordine monetario mondiale.

28 Luglio 2008

---

**INDICE**

<b>Introduzione</b>	<b>6</b>
<b>L'inflazione</b>	<b>7</b>
<b>La crescita</b>	<b>8</b>
<b>La politica monetaria</b>	<b>9</b>
<b>Perché BCE e FED seguono due strade diverse?</b>	<b>11</b>
<b>Indebitamento e debito pubblico degli USA</b>	<b>13</b>
<b>Il debito "gemello" degli USA</b>	<b>15</b>
<b>I risparmi e il <i>financial inflow</i> negli USA</b>	<b>17</b>
<b>La FED sostiene il riequilibrio dei conti USA</b>	<b>19</b>
<b>Lo "spiazzamento" dell'Europa e la necessità di un nuovo equilibrio internazionale</b>	<b>20</b>

L'Europa attraversa una fase delicata e complessa per l'economia e le istituzioni che la governano. Si è affacciato sulla scena un trionfo tutto nuovo, nella storia delle economie di mercato: bassa crescita, inflazione, moneta forte.

A definire questa situazione concorrono sia fattori globali, come il prezzo del petrolio e quello dei cereali, sia interni all'Europa, come le rigidità dei sistemi economici dei *Partner* e i bassi livelli di produttività (soprattutto se comparati a quelli degli USA o dei Paesi *newcomers* sulla scena internazionale, come Cina e India). Questi fattori stanno interagendo con le posizioni e le scelte delle Istituzioni, in particolare della BCE e della FED.

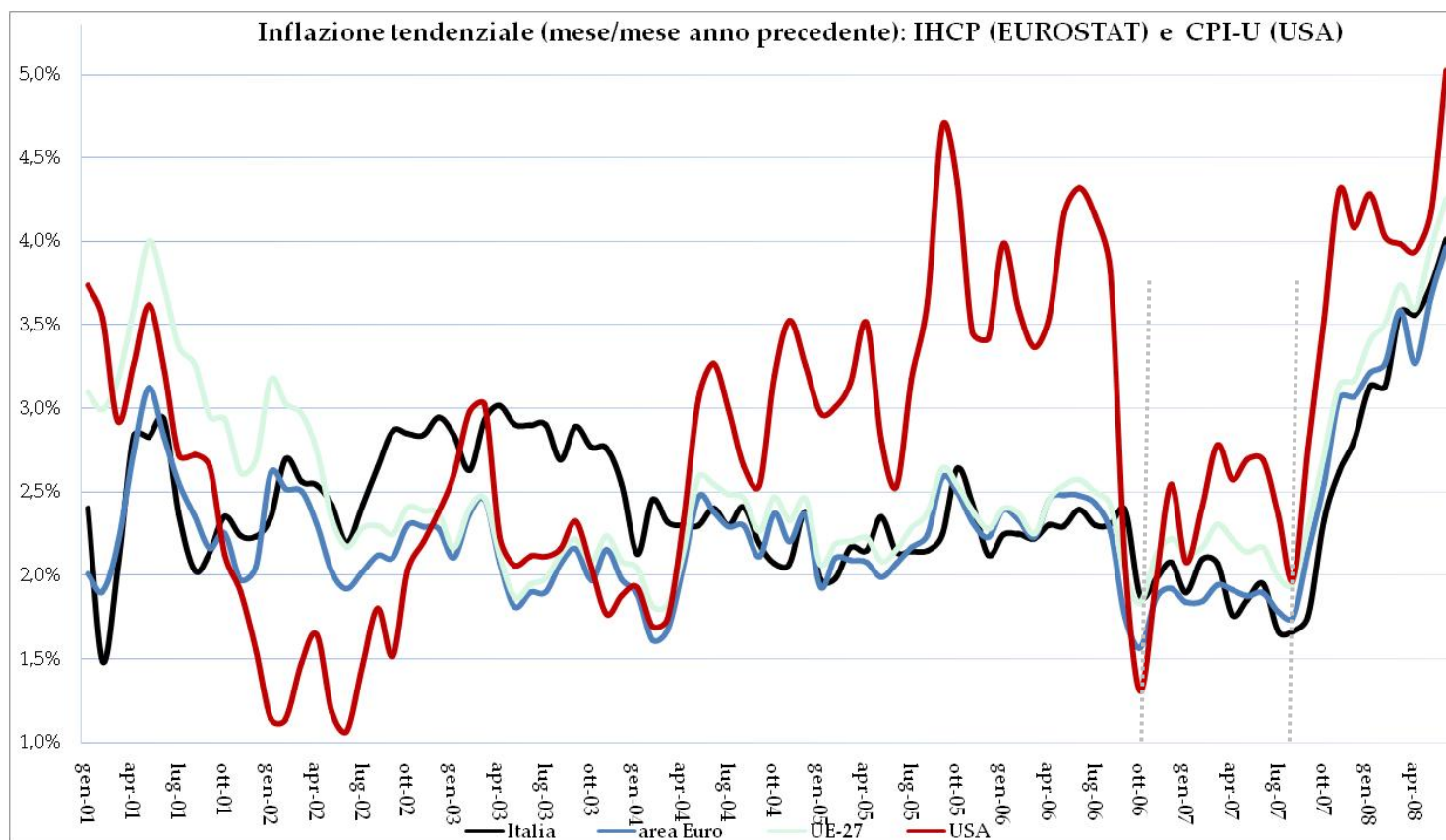
Come interpretare i processi in atto? Come spiegare l'apparente paradosso di un'Europa che, dopo essersi data una moneta forte per gettare le basi di uno sviluppo stabile e duraturo, sperimenta inflazione e stagnazione?

Partiamo dai dati.

## 1. L'inflazione

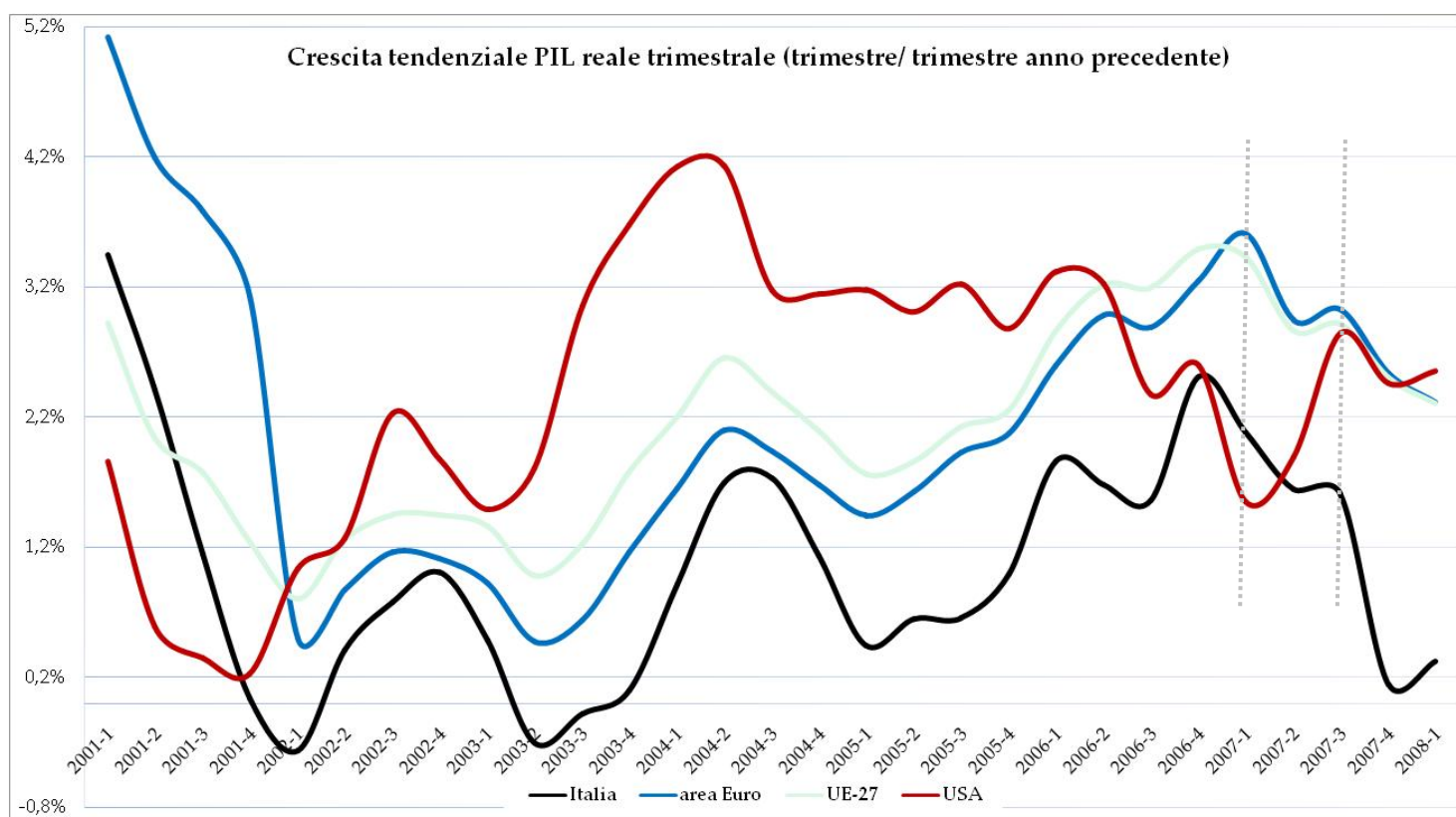
Dalla fine del 2006, i prezzi al consumo hanno avviato una fase di forte crescita ancora in corso sia in Europa che negli Stati Uniti. Il tendenziale di Maggio 2008 si colloca al di sopra del 5 per cento per gli Stati Uniti, al 4,25 nella media UE-27 e al 4 per l'Area Euro (e per l'Italia).

Simili livelli non si registravano da quasi un ventennio (1991) per gli Stati Uniti, dal 1998 per l'UE-27, da oltre dieci anni per l'Area Euro (la serie EUROSTAT *online* parte dal 1997), e dal Giugno 1996 per l'Italia (serie ISTAT di NIC/FOI).



## 2. La crescita

La ripresa inflazionistica si sta realizzando in un periodo di crescita debole sia in Europa che negli USA: crescita in via di ulteriore rallentamento in Europa, con un tendenziale del primo trimestre 2008 del 2,3 per cento, il più basso da due anni; crescita di poco superiore (un tendenziale del 2,5) ma con aspettative non positive negli Stati Uniti, dove c'è anche chi parla di recessione alle porte, anche se gli ultimi dati sulla produzione industriale e sull'utilizzo degli impianti a Giugno sono stati superiori alle attese; crescita molto bassa in Italia, con un tendenziale poco sopra lo 0,3 e con aspettative di azzeramento.



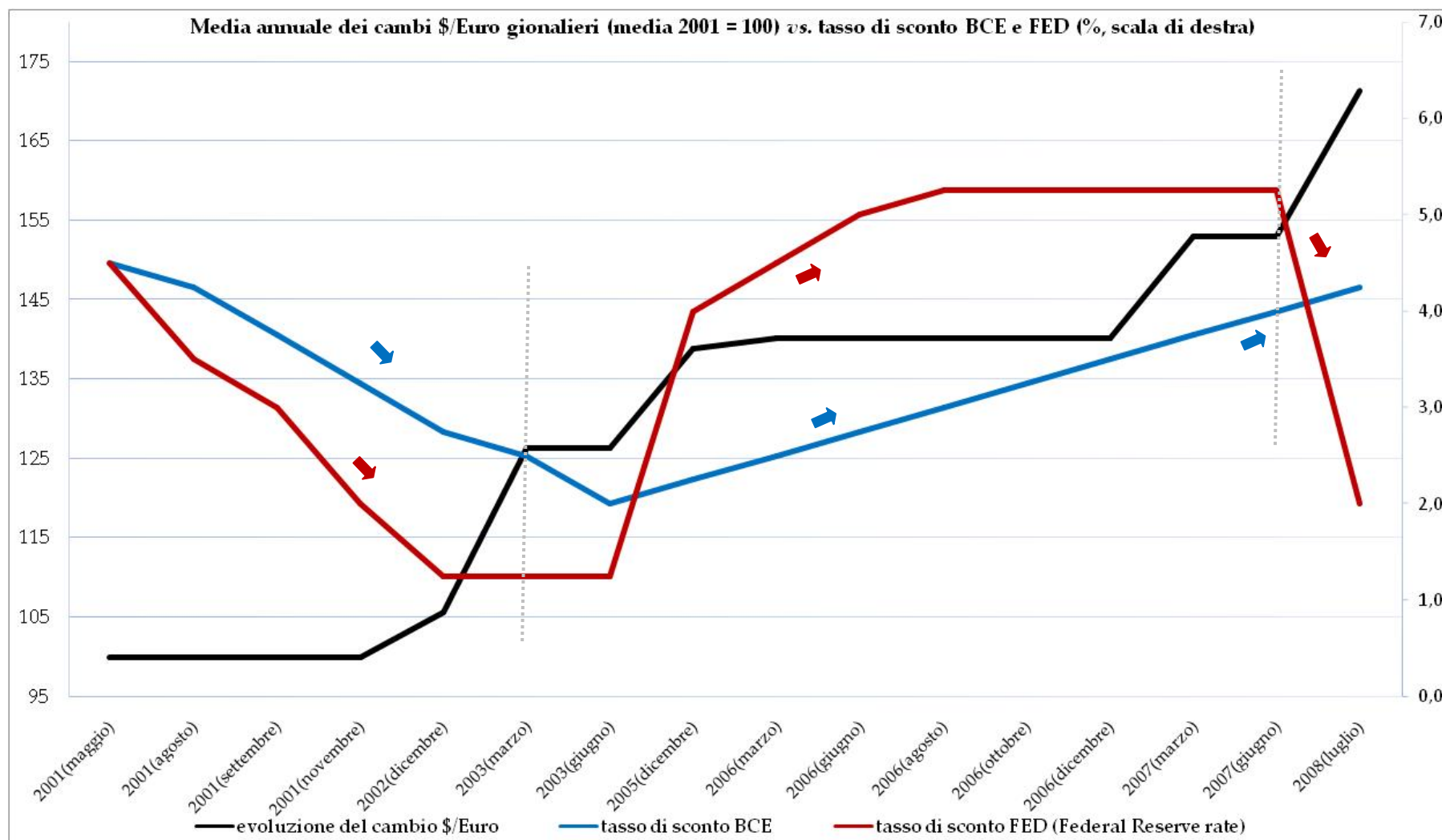
Fonte: elaborazioni CERM su EUROSTAT



### 3. La politica monetaria

Se si confrontano le politiche monetarie di BCE e FED dal 2001 ad oggi, s'individuano tre fasi ben distinte.

- (a) Tra il 2001 e il primo trimestre del 2003, durante la forte diminuzione della crescita osservabile nel grafico alla pagina precedente, le due Banche Centrali hanno agito in funzione anticiclica, riducendo il tasso di sconto: in misura minore la BCE, da 4,5 per cento a 2,5 (-2 punti), maggiore la FED, da 4,5 a 1,25 (-3,25 punti). Ne è risultata una ripresa dell'economia più sostenuta negli USA che in Europa, ed anche l'apprezzamento sensibile dell'Euro sul Dollaro (il cambio \$/Euro è aumentato più del 26 per cento tra l'inizio del 2001 e la fine del 2003).
- (b) Tra la fine del 2003 e Settembre/Ottobre del 2007, di fronte al comparire di tensioni inflazionistiche e con tassi tendenziali di crescita del PIL statunitense mediamente superiori al 3 per cento, la FED ha riavviato una fase ascendente del tasso di sconto, sino al 5,25 per cento. In questo periodo, anche la BCE ha aumentato costantemente il tasso di sconto, ma in proporzioni minori, sino al 3,75 per cento, riconducendo l'inflazione al di sotto del 2 per cento; in parallelo l'economia reale (Area Euro ma anche UE-27) faceva registrare tassi di crescita in aumento, sino a superare il 3,5 per cento nel primo trimestre del 2007 e attestandosi attorno al 3 nel secondo e nel terzo.
- (c) Dalla metà del 2007, le politiche monetarie delle due Banche Centrali si divaricano. La FED taglia ripetutamente il tasso di sconto, sino al 2 per cento attuale, accettando inflazione pur di sostenere un'economia in difficoltà. La BCE innalza ripetutamente il tasso di sconto, sino al 4,25, votandosi al contrasto dell'inflazione, nonostante la debolezza della crescita (tendenziali in continua diminuzione da Settembre 2007). Il cambio \$/Euro segna un +71,34 per cento rispetto all'inizio del 2001.

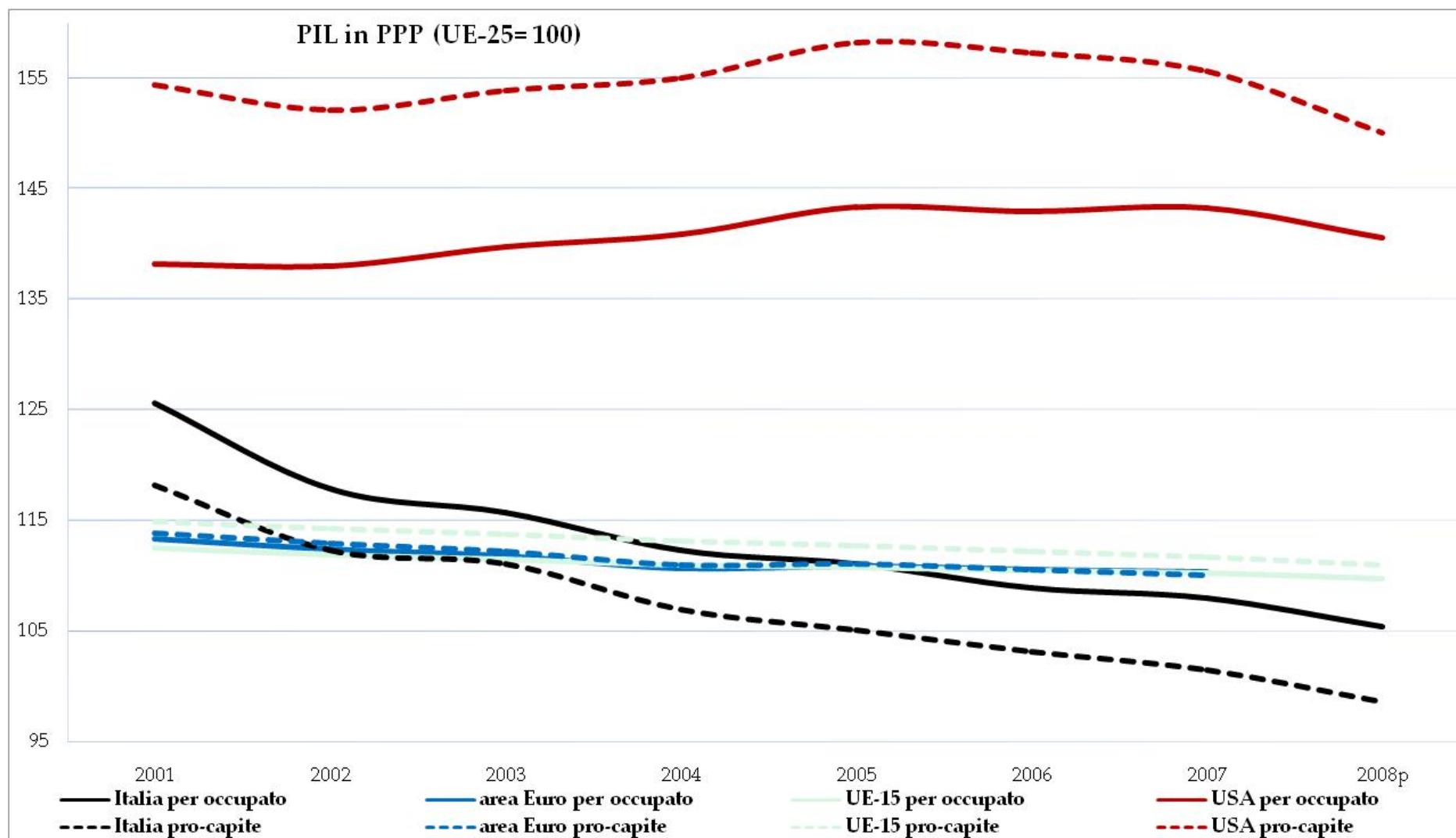


Fonte: elaborazioni CERM su EUROSTAT e FED

#### 4. Perché BCE e FED seguono due strade diverse?

I motivi alla base della divaricazione delle politiche delle due Banche Centrali possono essere diversi, e non si esauriscono nell'obbligo istituzionale della BCE di perseguire prioritariamente la stabilità dei prezzi.

- (a) Rispetto al periodo 2001-2003, che ha visto un parallelismo delle strategie seguite da BCE e da FED, i fondamentali dell'economia USA sembrano migliori, in termini di tassi di crescita tendenziali (alla fine del 2001, l'anno delle "Torri Gemelle", il tendenziale USA era allo 0,2 per cento *vs.* 3,2 dell'Area Euro). Tra USA e Europa vi sono poi differenze strutturali che incidono sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria: la disoccupazione, 4,6 per cento USA *vs.* 7,4 dell'area Euro (fonte EUROSTAT); l'occupazione, 71,9 *vs.* 64,8; e soprattutto la produttività. Una prospettiva di analisi, questa, che non spiega, tuttavia, una politica monetaria della FED divenuta più espansiva di quanto non fosse nel 2001.
- (b) Certo, la produttività USA (*pro-capite* e per occupato) rimane circa 1,5 volte quella dell'Europa. Misurata in PIL per occupato, la produttività statunitense si mostra stabile del tempo, mentre gli indicatori di produttività dell'Area Euro e di UE-27 rivelano una chiara tendenza decrescente. I diversi andamenti della produttività fanno sì che la FED possa "scambiare" inflazione con sostegno alla crescita a condizioni più convenienti di quanto non sia possibile per la BCE. Se in Europa l'inflazione tendenziale ha toccato il 4 per cento in Europa nonostante il continuo aumento del tasso di sconto e le dichiarazioni di impegno a contrastare l'aumento dei prezzi, il dato sarebbe stato probabilmente più elevato se il tasso di sconto fosse diminuito di oltre 2 punti percentuali come negli Stati Uniti. Con ogni probabilità, l'intervento sui tassi non avrebbe prodotto effetti di rilievo per la crescita, che rimane la grande assente in Europa. Ma anche questa prospettiva di osservazione risulta utile più a spiegare il comportamento della BCE che non quello della FED.
- (c) Le forti turbolenze finanziarie connesse alla crisi dei mutui *subprime*, generate negli USA, hanno introdotto una ragione in più per far scegliere alla FED una politica monetaria espansiva, con la necessità di non appesantire le strozzature del credito. Ragione, tra l'altro, riproposta dalla recente necessità di rifinanziamento pubblico per i due storici istituti di credito fondiario ed edilizio, Fannie Mae e Freddie Mac. Dal 1° Gennaio 2008, sono sette gli istituti di credito dichiarati falliti in USA.



Fonte: elaborazioni CERM su EUROSTAT

## 5. Indebitamento e debito pubblico degli USA

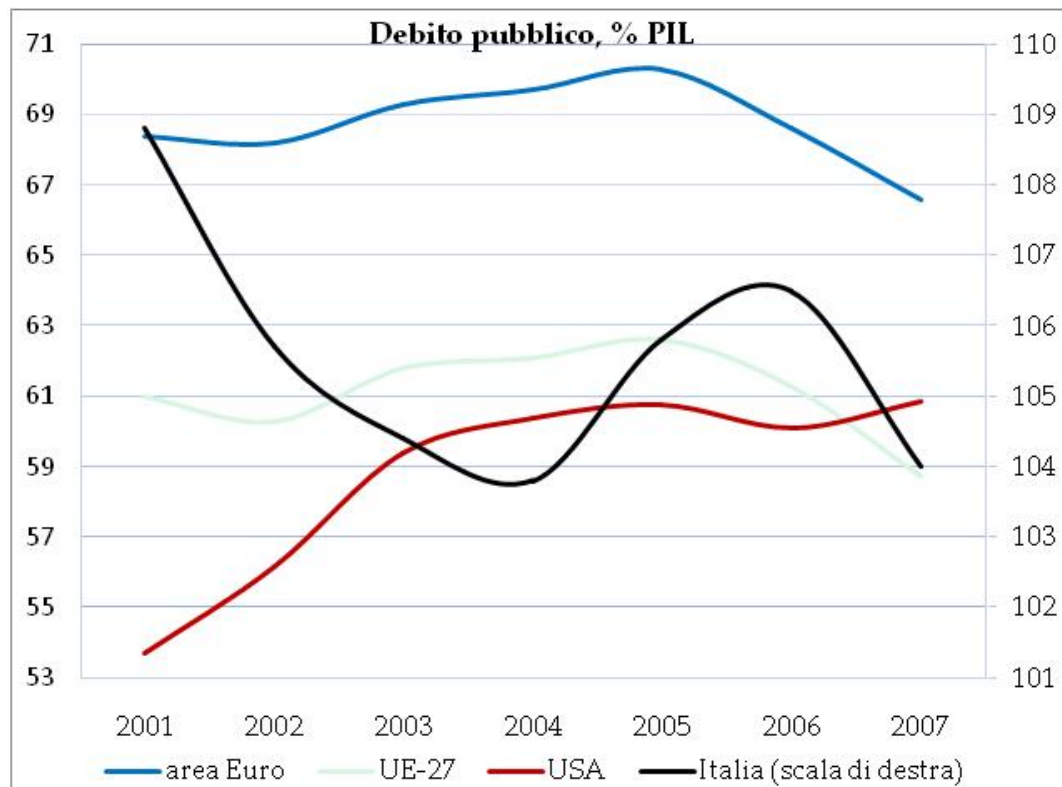
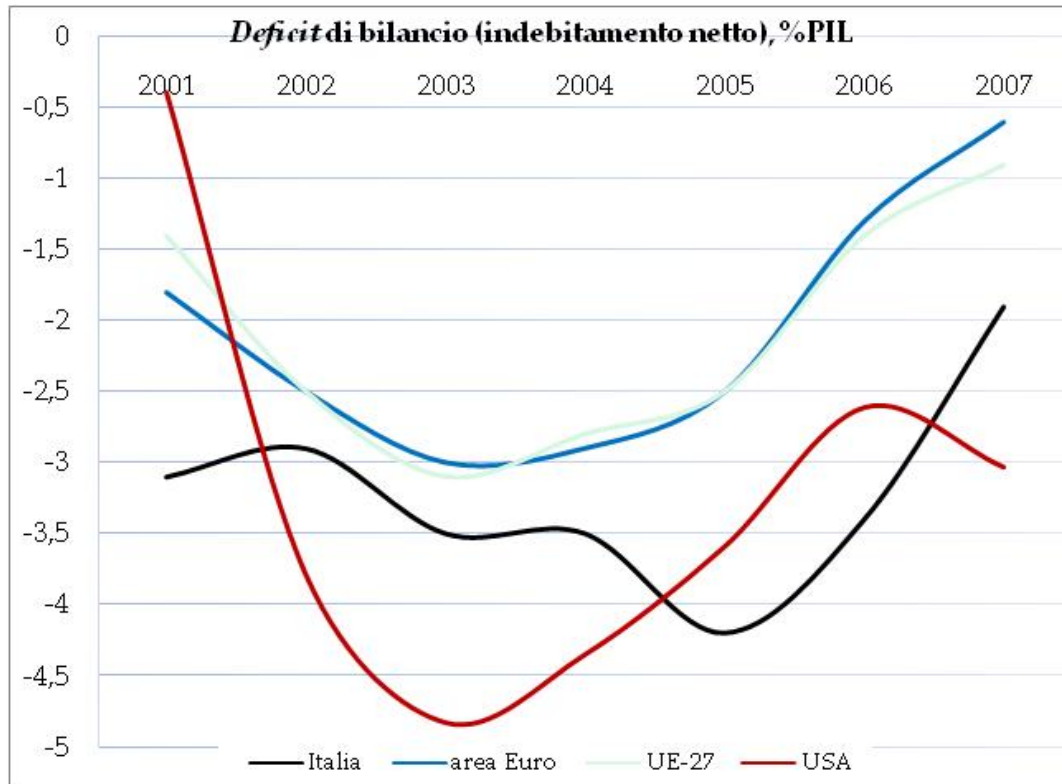
Ma la linea di condotta della FED può essere interpretata considerando una chiave di lettura ulteriore, che prende le mosse dal deprezzamento del Dollaro e dal riaggiustamento dei conti interni ed esterni degli USA.

Dal 2001 al 2003, l'indebitamento netto (*general Government*) degli USA è andato aumentando, sino a raggiungere quasi il 5 per cento del PIL. Tra il 2003 e il 2006, il saldo di bilancio è migliorato, rimanendo sempre negativo ma recuperando sino al 2,6 per cento. Nel 2007, l'indebitamento è stato superiore al 3 per cento del PIL.

Lungo lo stesso arco di tempo, l'Europa (Area Euro e UE-27) ha realizzato un processo di consolidamento più accentuato. Per l'Area Euro, l'indebitamento è passato dall'1,8 per cento del 2001 allo 0,6 del 2007; per l'UE-27, dall'1,4 allo 0,9.

Un'analisi speculare può essere fatta per il debito. L'Area Euro ha ridotto l'incidenza sul PIL dal 68,5 del 2001 al 66,6 del 2007; nell'aggregato UE-27 la riduzione è stata dal 61 al 58,7 per cento. Gli USA, al contrario, mostrano una tendenza crescente, che dal 53,7 del 2001 ha portato l'incidenza sul PIL al 60,8 per cento: +7 p.p. contro i -2 dell'Europa. Nel 2007, l'incidenza sul PIL del debito pubblico USA ha superato quella del debito dell'aggregato UE-27.

Gli USA si trovano a fronteggiare un debito pubblico crescente, mentre in Europa l'*austerity* sui conti pubblici ha da tempo avviato un processo di consolidamento di bilancio.



Fonte: elaborazioni CERM su EUROSTAT, BEA e IMF

## 6. Il debito “gemello” negli USA

Se al *deficit* pubblico (*general Government*) si somma il saldo della bilancia commerciale (*export – import* di beni e servizi; tavola “*US International transactions*” di BEA, *line* 2 e 19), è evidente come ogni anno gli Stati Uniti si indebitino di oltre 8 punti percentuali di PIL (8,1 nel 2007), dopo che negli anni scorsi (2001-2003) si è toccato un massimo superiore ai 9 punti percentuali di PIL negli anni 2003-2005 (9,5 nel 2004). Rispetto al saldo della bilancia commerciale, il saldo di conto corrente<sup>1</sup> (che in questo caso esclude i trasferimenti unilaterali) mostra *deficit* inferiori di circa mezzo punto percentuale di PIL.

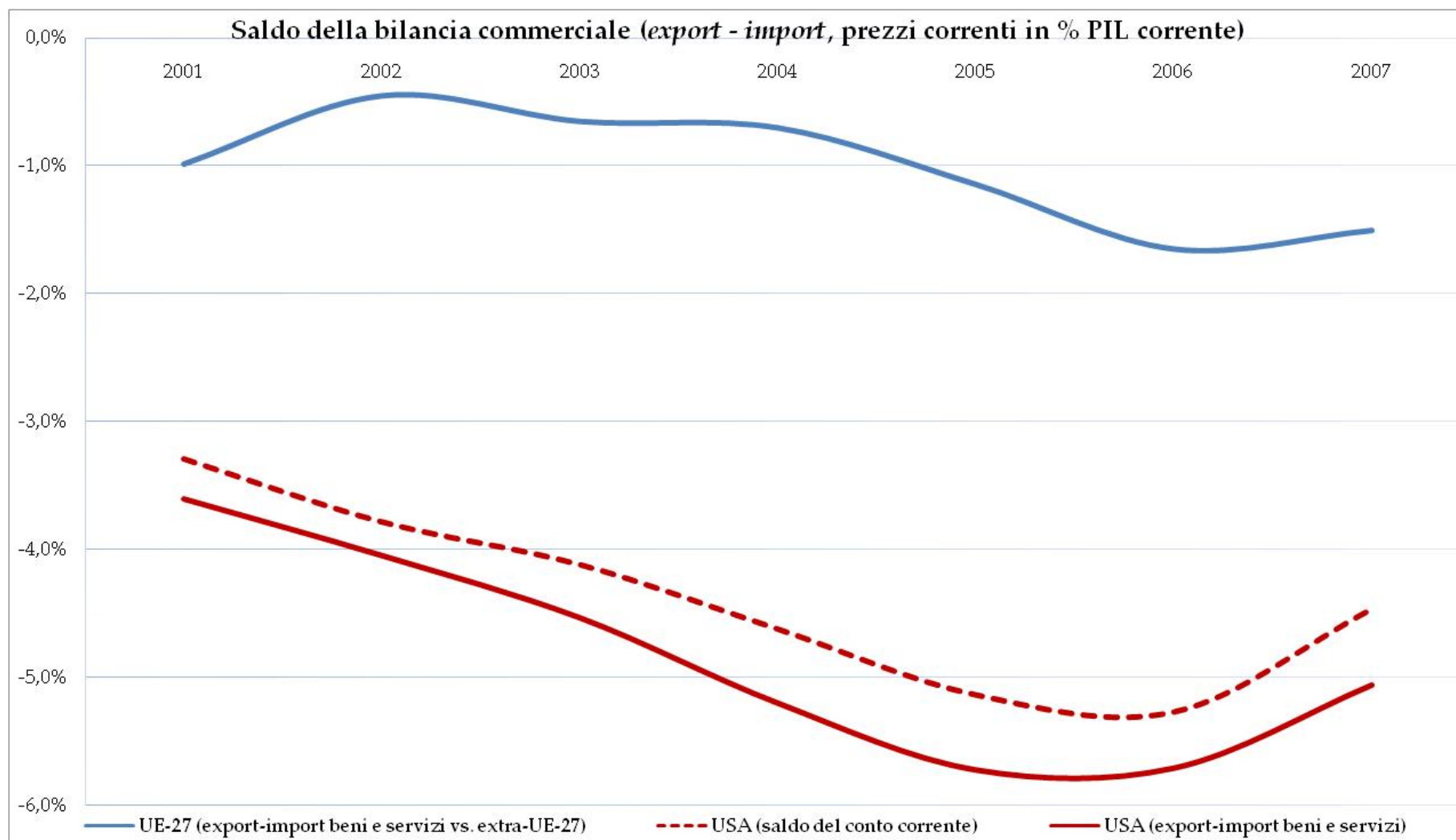
Al contrario, l’Europa a 27, anche se dal 2001 al 2007 ha visto aumentare il disavanzo commerciale dall’1 all’1,5 per cento del PIL, ha condotto un processo di consolidamento del bilancio pubblico, promosso essenzialmente dal nucleo dell’Area Euro: al 2007 il *deficit* dell’UE-27 è inferiore al punto percentuale di PIL, mentre quello dell’Area Euro pari allo 0,6 per cento del PIL. Considerando congiuntamente bilancio pubblico e bilancia commerciale, l’UE-27 si indebita meno di 2,5 punti percentuali all’anno.

L’entità dell’indebitamento complessivo (oltre 8 per cento *vs.* meno di 2,5) non è l’unica differenza. Mentre i *Partner* europei hanno condiviso l’obiettivo di medio termine del pareggio di bilancio (dandosi anche Istituzioni e strumenti di sorveglianza), negli USA *deficit* e debito pubblico seguono un *trend* crescente.

L’indebitamento annuale dell’economia statunitense (bilancio pubblico e bilancia commerciale) diviene ancor più evidente se si guarda alle fonti di finanziamento.

---

<sup>1</sup> Il saldo di conto corrente considera, oltre al saldo della bilancia commerciale (*export - import*), il saldo dei redditi da lavoro e dei redditi da capitale, e il saldo dei trasferimenti senza controprestazione (donazioni, liberalità, *grant*, etc.). Cfr.: “*La Bilancia dei Pagamenti degli Stati Uniti*” su <http://www.cermlab.it/internazionale.php?doc=3745498550>.



Fonte: elaborazioni CERM su EUROSTAT e BEA



## 7. I risparmi e il *financial inflow* negli USA

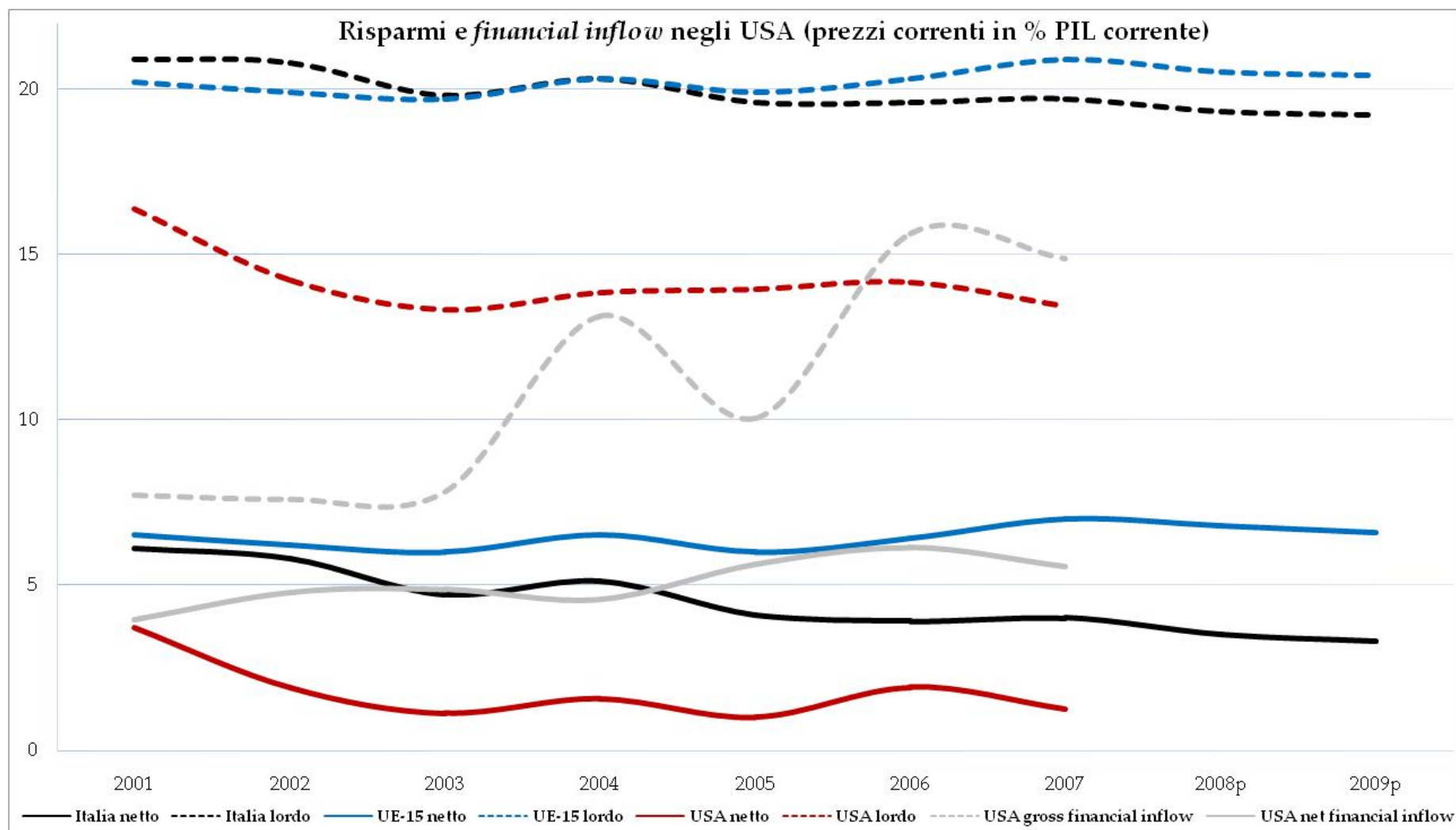
A fronte di un indebitamento annuale con tendenza a crescere e quasi quadruplo (in termini di PIL) rispetto all'Europa, gli Stati Uniti hanno un livello di risparmio (lordo e netto del deprezzamento del capitale) inferiore di oltre 5 punti percentuali di PIL rispetto all'Europa (UE-15 nel grafico). Per di più, il divario del tasso di risparmio non sembra riassorbirsi nel tempo e, al contrario, mostra una tendenza ad accentuarsi (soprattutto nei confronti dell'UE-15).

Il finanziamento dell'indebitamento USA giunge soprattutto dall'afflusso annuale di capitali esteri, richiamati dalle opportunità di investimento e dalla elevata produttività dei fattori, oltre che (nel caso dell'emissione di titoli di debito) dallo *standing* del pagatore e (sinora) del Dollaro.

Nel 2001 il *gross financial inflow* (tavola "US International transactions" di BEA, line 55) ammontava al 7,7 per cento del PIL, raddoppiatosi nel 2007 al 14,9. In termini di *net inflow* (BEA, saldo line 40 e 55), il 3,9 per cento del 2001 è passato a più del 5,5 nel 2007.

Risorse ingenti, che consentono agli USA di più che compensare il *gap* di risparmio rispetto all'UE-15. Risorse che riflettono la capacità di attrarre capitali e credito sulle piazze internazionali e che, allo stesso tempo, sono il riscontro contabile dello stato di indebitamento aggregato di un'economia che risparmia poco e consuma molto importando.

È, questa, una situazione di tensione macrofinanziaria che, per le dimensioni del fenomeno e la centralità degli Stati Uniti, riguarda l'economia globale. Da tempo si discutono le possibili vie di uscita.



## 8. La FED sostiene il riequilibrio dei conti USA

Una condizione di indebitamento cronico e con tendenza all'aggravamento non è sostenibile. Se si realizzasse un aggiustamento repentino (eventualità tanto più probabile quanto più ci si addentra in condizioni di squilibrio), le ripercussioni potrebbero essere gravi e pervasive, non limitate ai soli Stati Uniti. Si pensi, per esempio, ad una drastica riduzione del *financial inflow*, con contestuali cadute della produzione e dei consumi e problemi di gestione del debito pubblico. In altri termini, qualunque soluzione deve poter gestire il cosiddetto *US soft landing*.

L'Euro ha accelerato la "resa dei conti", poiché una nuova moneta, oltretutto con un guardiano ligio e rigoroso come la BCE, ha aumentato le possibilità di reindirizzamento al di fuori dell'area Dollaro dei flussi finanziari internazionali e, di conseguenza, la possibilità di aggiustamenti bruschi.

Del resto, gli Stati Uniti hanno potuto mantenere il *twin deficit* proprio perché i rischi di forte deprezzamento del Dollaro, quando questo era unico polo mondiale, erano limitati. Adesso gli equilibri sono cambiati: l'Euro e la BCE hanno ridimensionato la domanda mondiale di Dollari e, con essa, la supremazia del Dollaro.

Da un altro punto di vista, la comparsa di uno *sparring partner* del Dollaro, come l'Euro, può permettere agli Stati Uniti l'avvio del *soft landing*. Senza una moneta alternativa, che potesse conquistarsi spazi sui mercati internazionali, il deprezzamento del Dollaro sarebbe difficile da generare in maniera compatibile con un *soft landing*. Mancherebbe un riferimento valido rispetto al quale il Dollaro possa deprezzarsi.

La politica della FED, con il tasso di sconto ai minimi, è coerente con l'obiettivo di riequilibrare i conti degli Stati Uniti. Il deprezzamento del Dollaro spinge per la riduzione delle importazioni e rende più convenienti le esportazioni statunitensi, riassorbendo il disavanzo commerciale. Congiuntamente all'aumento dei prezzi, la perdita di potere di acquisto del Dollaro favorisce la ricomposizione di consumi e risparmi nei redditi delle famiglie, riducendo la dipendenza dai capitali internazionali. La ventata inflazionistica, infine, ridimensiona il valore reale dello *stock* di debito pubblico e del suo servizio.

Questa strategia risulta praticabile perché i fondamentali dell'economia americana restano buoni, a cominciare dalla produttività, mentre l'offerta di capitali/credito agli Stati Uniti rimane ampia: queste condizioni permettono alla FED di scambiare in proporzioni convenienti sia inflazione per sostegno alla crescita che inflazione e aumento del premio inflattivo nei tassi di interesse.

La FED persegue il riaggiustamento dei conti USA riducendo fratture e discontinuità nell'economia e nella finanza statunitensi. La soluzione adottata non è certo priva di conseguenze per il resto del mondo e per l'Europa. Una soluzione, peraltro, che dipende anche dalle scelte dell'Europa, a cominciare da quelle sull'Euro. Ma per garantire il *soft landing* è necessario assicurare condizioni *soft* per l'economia globale. In caso contrario, sembra facile prevedere nuove criticità.

## 9. Lo “spiazzamento” dell’Europa e la necessità di un nuovo equilibrio internazionale

L’Euro forte fa “da spalla” alla politica della FED ma induce problemi di crescita per l’Europa.

Se la politica monetaria della FED non fosse così distante da quella della BCE, il contrasto dell’inflazione e i rialzi del tasso di sconto non si tradurrebbero in un così forte apprezzamento dell’Euro sul Dollaro. Se le due politiche monetarie avessero una base di coordinamento, sarebbe possibile mantenere e programmare a medio termine uno *spread* tra i due tassi, guidando il *soft landing* degli Stati Uniti. Una soluzione, questa, che consentirebbe di contrastare l’inflazione senza richiedere condizioni di politica monetaria fortemente restrittiva in Europa.

Certo, la grande assente è la crescita in Europa. L’Europa, dopo aver costruito una moneta forte e garantita, non è stata in grado di promuovere e realizzare riforme strutturali per la produttività e lo sviluppo. È questa la vera ragione per cui una politica monetaria di rigore entra in collisione con le necessità di azioni contro-cicliche dei Governi dei *Partner* UE.

Ma se, sotto le urgenze di rilancio della crescita, la BCE facesse passi indietro sulla lotta all’inflazione e il Dollaro riconquistasse quota sull’Euro, anche i progetti di *soft landing* della FED si complicherebbero e dovrebbero essere rivisti.

Difficilmente l’economia statunitense e quella globale attraverserebbero indenni una fase di alta inflazione negli Stati Uniti come quella che si prospetterebbe se i tassi della FED rimanessero al 2 per cento o, addirittura, diminuissero.

Le attese di inflazione negli Stati Uniti potrebbero spingere ancora più in alto i prezzi del petrolio, ponendo le condizioni per una vera e propria crisi petrolifera. E l’aumento del prezzo del petrolio è una delle ragioni alla base dell’inflazione in Europa. Una ventata inflazionistica che potrebbe amplificare la bolla immobiliare ancora in corso negli Stati Uniti e, allo stesso tempo, causare una brusca caduta del mercato immobiliare in Europa.

Il persistere di una situazione di alta inflazione negli USA, alti tassi di interesse in Europa, e Dollaro in discesa rispetto all’Euro potrebbe produrre ripercussioni negative e potenzialmente disgreganti sull’economia internazionale, sui flussi finanziari, sull’abbattimento del valore reale delle riserve ufficiali nazionali e dei risparmi, sul valore reale delle rendite e delle obbligazioni finanziarie.

I Paesi emergenti, *in primis* Cina e India, hanno tratto forti benefici dagli squilibri in essere, ancorando le proprie valute al Dollaro (con *heavily managed floating* o direttamente *pegging*<sup>2</sup>), cavalcando il suo deprezzamento per guadagnare competitività nell’*export* e incentivare le delocalizzazioni industriali dall’Europa e, infine, utilizzando l’Euro come moneta con cui ottimizzare la gestione di portafoglio *asset*, come riserva di valore senza essere esposti alle conseguenze negative della sua forza sui mercati. Le riserve valutarie cinesi hanno ormai

---

<sup>2</sup> Dal 25 Luglio 2005, pur non più ancorato direttamente al Dollaro, lo Yuan segue l’andamento di un paniere di valute in cui il Dollaro avrebbe il maggior peso (il paniere non è mai stato ufficializzato, e sono disponibili solo congetture). Morgan Stanley ha, tempo fa, ipotizzato i seguenti pesi: un 43 per cento per il Dollaro, un 18 per cento per lo Yen (Giappone) e un 14 per cento per l’Euro, e percentuali minori per altre valute di partner commerciali importanti per la Cina.

superato i 1.600 miliardi di Dollari, un “tesoro” mai prima posseduto da alcuna banca centrale; e, nonostante sull’allocazione di queste sia sempre rimasto alto il riserbo, da almeno due anni Pechino non fa mistero di volerne ottimizzare i rendimenti attraverso una evoluta gestione di portafoglio, per la quale è stata appositamente creata una *superholding* finanziaria, controllata dalla Agenzia SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*) e strutturata sul modello della Temasek, la società pubblica di Singapore che da anni investe sui mercati esteri le riserve valutarie della città-Stato asiatica.

Ma si tratta di una situazione instabile e non destinata a durare, se è vero che per tutti i Paesi *newcomer* sulla scena del commercio internazionale la caduta del Dollaro sta producendo inflazione e instabilità monetaria (in Cina l’inflazione ha raggiunto le due cifre), e che la strategia di usare il Dollaro nel commercio internazionale e l’Euro nell’accumulazione di riserve sfocerà, con ogni probabilità, nell’inasprimento delle relazioni prima commerciali e poi politiche sia con gli USA che con l’Europa (qualcuno non esita già a parlare di aperta guerra commerciale tra gli Stati Uniti e la Cina).

Un secondo interrogativo appare rilevante: è conveniente per gli Stati Uniti aggiungersi alle politiche di *beggar thy neighbour* dei *newcomers* con questa nuova forma di *beggar thy neighbour* verso l’Europa (appoggiarsi all’Euro forte per deprezzare il Dollaro e aggiustare conti interni ed esterni), così indebolendo un *Partner* essenziale per l’equilibrio economico e politico internazionale, soprattutto di fronte all’emergere delle nuove realtà sullo scenario del mondo?

Senza dubbio, il deprezzamento del Dollaro è necessario per il riequilibrio macrofinanziario e riflette i mutati i rapporti economici internazionali. Tuttavia, sono maturi i tempi per una revisione del sistema di gestione dei tassi di cambio con i Paesi emergenti e, inoltre, per un allineamento d’azione tra FED e BCE, chiamate a lavorare insieme alla costruzione di un nuovo ordine monetario ed economico mondiale.

In questa fase, è utile ricordare le parole di J. M. Keynes nell’ultima sessione delle riunioni a Bretton Woods nel 1944: *“We, the Delegates of this Conference, Mr. President, have been trying to accomplish something very difficult to accomplish. We have not been trying, each one to please himself, and to find the solution most acceptable in our own particular situation. That would have been easy. It has been our task to find a common measure, a common standard, a common rule applicable to each and not irksome to any. [...] Finally, we have perhaps accomplished here in Bretton Woods something more significant than what is embodied in this Final Act. We have shown that a concourse of forty-four nations are actually able to work together at a constructive task in amity and unbroken concord. Few believed it possible. If we can continue in a larger task as we have begun in this limited task, there is hope for the world”*.

Keynes invitava a riflettere sull’importanza di regole monetarie internazionali trasparenti e che considerassero le esigenze di tutti (*“applicable to each and not irksome to any”*), frutto di un lavoro congiunto che concorresse anche a creare le condizioni per rapporti amicali e costruttivi tra le Nazioni (*“forty-four nations are actually able to work together at a constructive task in amity and unbroken concord”*).

Più di sessantanni orsono, vedeva nella qualità delle regole monetarie una componente fondamentale per relazioni internazionali pacifiche e positive; proprio per questo, si augurava che il metodo per la prima volta seguito a Bretton Woods potesse continuare nel futuro (*“if we can continue in a larger task as we have begun in this limited task, there is hope for the world”*), affinché scelte così pervasive, con effetti “senza frontiere” (tanto più oggi che nel

Secondo Dopoguerra), per le evoluzioni dei sistemi economici e sociali fossero prese e aggiornate tenendo il più possibile in conto le esigenze di tutti e le ricadute su tutti.

Sembra che Keynes avesse in mente qualcosa di molto simile alla situazione che si è creata nei nostri tempi, con le monete al centro: da un lato, le necessità/speranze di sviluppo dei Paesi emergenti (la povertà grave affligge larga parte delle popolazioni in Cina e India); dall'altro, le esigenze di continuità della crescita e di allargamento del benessere nel mondo Occidentale (Stati Uniti ed Europa), importanti anche al di là dello stesso mondo Occidentale, per gli enormi riflessi che ne scaturiscono a livello globale (si pensi alle conseguenze di una ipotetica caduta del *network* di ricerca e innovazione degli USA).

Da strategie unilaterali ed aggressive sui cambi non potrà derivare nulla di positivo per nessuno dei *game players*. Anzi, il montare delle tensioni commerciali e politiche facilmente potrà trovare sfogo in chiusure protezionistiche (è quello che sta già accadendo nei rapporti tra Stati Uniti e Cina<sup>3</sup> e tra Europa e Cina<sup>4</sup>), oppure nella volatilità dei tassi di cambio e delle aspettative su inflazione e tassi di interesse. Condizioni in cui gli unici a guadagnarci sono gli speculatori. È interesse di tutti lavorare ad un nuovo ordine monetario mondiale.

28 Luglio 2008

---

CERM - Via G. Poli n. 29 - 00187 ROMA - ITALY  
Tel.: 06 - 69.19.09.42 - Fax: 06 - 69.78.87.75  
[www.cermlab.it](http://www.cermlab.it)

---

---

<sup>3</sup> Con continue contestazioni innanzi alla WTO – World Trade Organization e il ricorso a dazi settoriali.

<sup>4</sup> Cfr. "Antidumping: Bruxelles conferma la proposta di dazi" su [http://ec.europa.eu/italia/attualita/archivio/commercio/10d64648f69\\_it.htm](http://ec.europa.eu/italia/attualita/archivio/commercio/10d64648f69_it.htm), e "EU Member States to decide on Commission proposal for definitive anti-dumping duties on certain leather shoes from China and Vietnam" su [http://ec.europa.eu/trade/issues/respectrules/anti\\_dumping/pr300806\\_en.htm](http://ec.europa.eu/trade/issues/respectrules/anti_dumping/pr300806_en.htm).

**CERM** - *Competitività, Regolazione, Mercati*  
Via G. Poli n. 29  
00187 ROMA, Italy  
Tel.: 06 - 69.19.09.42  
Fax: 06 - 69.78.87.75  
[www.cermlab.it](http://www.cermlab.it)  
[cermlab@cermlab.it](mailto:cermlab@cermlab.it)

Competitività  
Regolazione  
Mercati

**CERM**

**CERM** pubblica

Note, Quaderni e Rapporti



**FR** - *Finanza Pubblica & Riforme* | **LR** - *Liberalizzazioni & Regolazione* | **IP** - *Innovazione & Produttività*