



## I DISAVANZI STATUNITENSI: CHI PAGA L'AGGIUSTAMENTO?

*I timori suscitati dall'ampliarsi del disavanzo dei conti pubblici e con l'estero negli Stati Uniti sono alla base della recente accelerazione del deprezzamento del dollaro. Al di là delle opinioni divergenti sui rischi per la stabilità finanziaria internazionale, è indubbio che sia necessario avviare un processo di correzione degli stessi. I costi dell'aggiustamento, per gli Stati Uniti e per le principali economie industrializzate, sarebbero diversi a seconda degli strumenti utilizzati. Nonostante una restrizione monetaria indotta dagli effetti inflativi, una correzione effettuata tramite il canale della svalutazione competitiva avrebbe effetti modesti sul saldo di parte corrente, a meno di ipotizzare un deprezzamento di dimensioni assai cospicue. Una manovra restrittiva di politica fiscale determinerebbe invece effetti complessivamente migliori, agendo sia sul deficit federale che su quello esterno; anche i costi per l'economia internazionale sarebbero inferiori, mentre per gli Stati Uniti la perdita in termini di PIL sarebbe solo marginalmente più elevata nel caso in cui la politica monetaria compensasse la restrizione fiscale.*

### Introduzione

La fase di deprezzamento del dollaro, in atto dal 2002, è andata accelerando negli ultimi mesi. Il vivace dibattito che ne è scaturito, alimentato da dichiarazioni di esponenti politici e da differenti posizioni all'interno del mondo accademico, sembra poggiare su un'opinione comune: tale processo è destinato a continuare. Alla base di questa convinzione vi sono solide argomentazioni economiche; tale tendenza, inoltre, sembra gradita alle autorità statunitensi, che probabilmente intravedono, tramite questa via, la possibilità di correggere gli squilibri con l'estero minimizzando l'impatto sulla crescita. Si registrano però posizioni differenti circa l'entità, il *timing* e la durata temporale del deprezzamento. L'incertezza che contraddistingue la fase attuale rende difficile elaborare previsioni macroeconomiche, in particolare per l'area dell'euro, dove la fase ciclica, non ancora in grado di autoalimentarsi, rischia una nuova falsa partenza.

Lo scopo di questa Nota è quello di riassu-

Tab. 1 LA BILANCIA DELLE PARTITE CORRENTI  
(miliardi di dollari)

	2000	2001	2002	2003	2004*
Bilancia commerciale	-378	-363	-422	-497	-609
Trasferimenti unilaterali	-56	-47	-59	-68	-78
Bilancia dei redditi da lavoro	-5	-6	-5	-5	-5
Bilancia dei redditi da capitale	26	30	12	38	22
Bilancia delle partite correnti	-413	-386	-474	-531	-669

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

\* Previsioni.

mere i termini del problema, anche attraverso un tentativo di quantificazione degli effetti di un eventuale ulteriore deprezzamento della divisa statunitense.

### ***I deficit statunitensi: alcuni fatti stilizzati***

Negli Stati Uniti il disavanzo delle partite correnti si è progressivamente ampliato a partire dall'inizio degli anni novanta, raggiungendo il 5,6% del PIL nel terzo trimestre del 2004. Come risulta dalla tabella 1, il *deficit* è principalmente imputabile al saldo della bilancia commerciale.

Lo squilibrio di parte corrente è la risultante dell'interazione di molti fattori, quali il risparmio e gli investimenti interni, la crescita economica, la domanda internazionale, i movimenti di capitale, il tasso di cambio e la politica economica interna e internazionale.

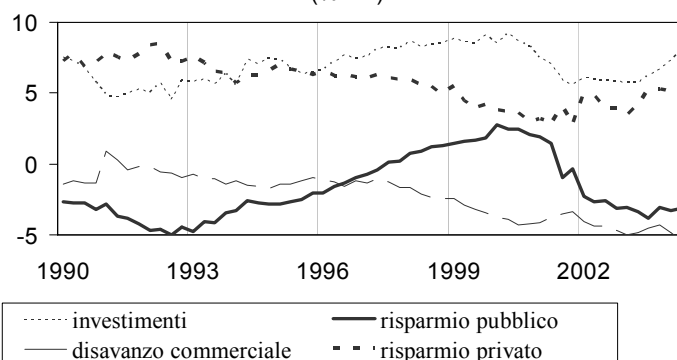
Attraverso la seguente ben nota relazione contabile è possibile evidenziare parte dei legami che intercorrono tra il saldo di parte corrente e alcuni di questi fattori:

$$S_p + S_G - I = NX$$

Ciò che emerge è che l'eventuale insufficienza del risparmio nazionale, dato dalla somma della componente pubblica ( $S_G$ )<sup>1</sup> e privata ( $S_p$ ), nel soddisfare il livello degli investimenti interni ( $I$ ) genera un afflusso di risorse dall'estero di un ammontare pari al saldo commerciale.

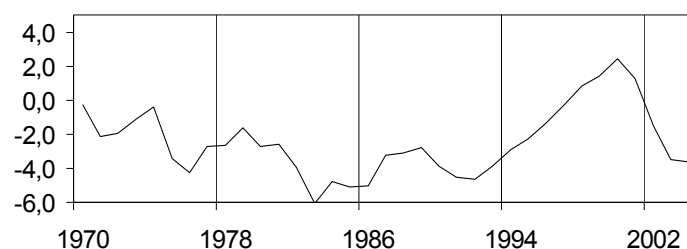
Il bilancio federale statunitense, che aveva raggiunto durante il secondo mandato elettorale del presidente Clinton un avanzo pari al 2,4% del PIL per la prima volta dall'inizio de-

Figura 1 Componenti del PIL (%PIL)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Figura 2 Saldo del bilancio pubblico (% PIL)



Fonte: Congressional Budget Office.

<sup>1</sup>  $S_G$  è determinato dalla differenza tra gettito (T) e la spesa pubblica (G). Se assume valori positivi indica che il bilancio pubblico è in avanzo, se assume valori negativi indica che è in *deficit*.

gli anni settanta, ha evidenziato successivamente un peggioramento. Per il 2004, il *Congressional Budget Office* stima un *deficit* pari al 3,6% del PIL.

La presenza nell'Amministrazione statunitense di un disavanzo di bilancio, a partire dal 2001, associato a bassi tassi di risparmio privato interno, ha accresciuto l'assorbimento di risorse estere. Mentre, nella seconda metà degli anni novanta, i capitali provenienti dall'estero hanno finanziato quasi esclusivamente gli investimenti, il cui livello era particolarmente elevato, nell'ultimo triennio il progressivo deteriorarsi dei conti pubblici ha fatto sì che tali risorse venissero destinate in misura crescente a copertura del disavanzo federale. In tal senso, si ravvisa uno spostamento dell'impiego delle risorse internazionali da un settore produttivo (gli investimenti) a uno meno produttivo (la spesa pubblica).

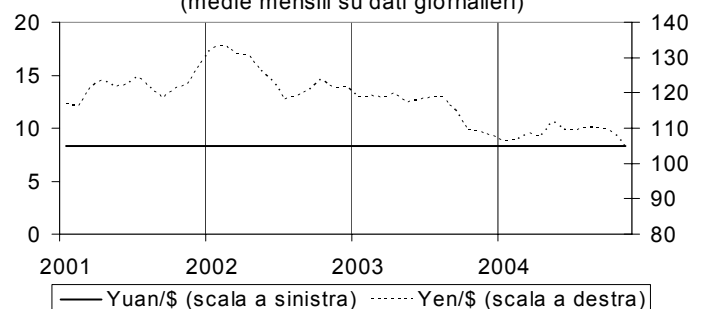
A partire dal 2002, al deterioramento delle partite correnti e dei conti pubblici si è affiancata la tendenza al deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute internazionali. In particolare, il fenomeno è stato più marcato nei confronti delle maggiori valute europee, euro e sterlina inglese, le cui Banche Centrali non hanno messo in opera azioni per contenerne le spinte al ribasso.

### ***Ampiezza e struttura dell'indebitamento degli Stati Uniti verso l'estero***

La posizione netta sull'estero (PNE) delle attività finanziarie (lo *stock* totale di passività statunitensi verso l'estero al netto dello *stock* di attività sull'estero) è stata in attivo fino al 1989; negli anni novanta si è deteriorata in corrispondenza dell'ampliarsi del disavanzo di parte corrente.

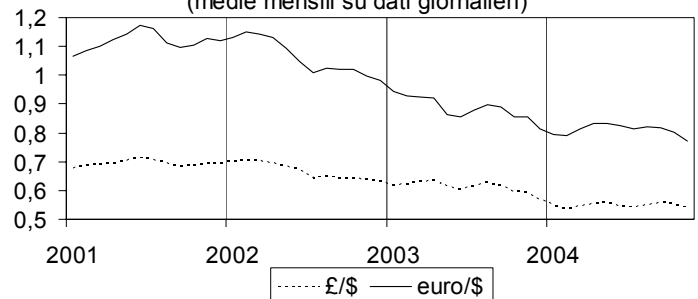
A partire dal 2000 il peggioramento della

Figura 3 Tasso di cambio nominale del dollaro (medie mensili su dati giornalieri)



Fonte: Datastream.

Figura 4 Tasso di cambio nominale del dollaro (medie mensili su dati giornalieri)



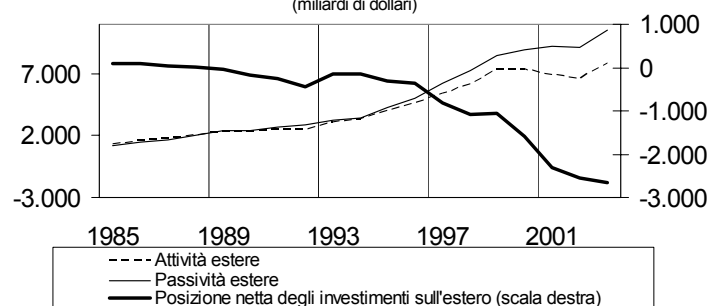
Fonte: Datastream.

PNE è attribuibile principalmente alle passività in titoli del debito pubblico; al contrario, la posizione netta sulle azioni ha contribuito a contenere il deterioramento del saldo complessivo.

E' interessante notare come la struttura del debito estero statunitense abbia una composizione valutaria opposta a quella di un tipico debitore internazionale netto. Infatti, quest'ultimo detiene di solito passività denominate in una valuta differente dalla propria: un deprezzamento della propria divisa ne peggiora quindi la condizione economica. Al contrario, un deprezzamento del dollaro, oltre ad accrescere i rendimenti delle attività detenute in valuta estera, non penalizza la posizione debitoria degli Stati Uniti<sup>2</sup>. Grazie al ruolo del dollaro di principale valuta di riserva internazionale, gli Stati Uniti, godendo di credibilità e di solvibilità "illimitata" (*too big to fail*), sono sempre stati in grado di finanziarsi dall'estero a tassi contenuti; gli investimenti statunitensi all'estero hanno sempre beneficiato di elevati saggi di rendimento. Di conseguenza, anche in corrispondenza di una PNE divenuta progressivamente negativa, la bilancia dei redditi da capitale si è mantenuta prevalentemente in attivo<sup>3</sup>.

Giappone e Cina detengono circa il 20% delle passività statunitensi all'estero: in particolare circa il 9% delle azioni (sul totale mondiale) e il 26% dei titoli del debito pubblico a lungo e breve termine. Si nota, inoltre, come

Figura 5 Posizione degli investimenti statunitensi sull'estero (miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni ISAE dati Dipartimento del Tesoro Stati Uniti.

Tab. 2 POSIZIONE NETTA DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI SULL'ESTERO STATI UNITI

	2000	2001	2002	2003	2004*
Posizione netta sull'estero (1)	-1583	-2314	-2553	-2651	-3320
in % del PIL	16,3	22,9	24,4	24,1	28,4
in % delle esportazioni	149	231	262	260	291
Posizione netta sulle azioni (1)	192	-102	173	729	949
Posizione netta sui titoli di Stato (1)	-1777	-2212	-2729	-3380	-4269

Fonte: BEA.  
\* Previsioni BEA.  
(1) Miliardi di dollari.

<sup>2</sup> Il saldo positivo nel comparto azionario ha beneficiato della svalutazione del dollaro nei confronti delle principali valute europee. Infatti, la maggior parte delle attività statunitensi denominate in dollari sono detenute da residenti in Europa mentre gli Stati Uniti detengono un'ampia quota di attività denominate in valute europee.

<sup>3</sup> Lo *spread* positivo tra interessi attivi e passivi ha più che compensato il fatto che gli *stock* di passività siano superiori alle attività. Anche sotto questo punto di vista gli Stati Uniti differiscono dagli altri paesi con alti debiti esterni che di solito devono corrispondere un elevato premio al rischio per collocare i propri titoli.

tra il 2002 e il 2003 la quota del comparto azionario sia rimasta pressoché costante, mentre quella delle obbligazioni pubbliche si sia incrementata di circa 3 punti percentuali.

Il finanziamento da parte di operatori privati del debito estero statunitense si è ridotto nel corso del tempo ed è stato sostituito dall'intervento di istituzioni internazionali, in particolare delle Banche Centrali asiatiche, che hanno accumulato un ingente quantitativo di riserve (anche sotto forma di titoli di stato) come conseguenza di interventi volti al mantenimento della parità con il dollaro delle rispettive valute o al contenimento delle spinte al rialzo<sup>4</sup>.

### ***Il dibattito economico sulla sostenibilità***

Come detto, il prolungato deprezzamento del dollaro sta suscitando un acceso dibattito sulla sostenibilità del crescente disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti e, di conseguenza, dell'attuale assetto monetario internazionale.

Seguendo una logica costi-benefici, i fautori della sostenibilità<sup>5</sup> mostrano come i paesi asiatici, avendo strutture commerciali essenzialmente *export-led*, abbiano un chiaro interesse a evitare la svalutazione del dollaro nei confronti delle loro divise; gli Stati Uniti, d'altro canto, usufruendo di tassi d'interesse bassi, conseguenza dell'elevata domanda di attività espressa in dollari, riescono in tal modo a finanziare il loro debito a costi contenuti.

A questa tesi di "co-dipendenza" si con-

Tab. 3 PASSIVITA' E ATTIVITA' ESTERE STATI UNITI

	2000	2001	2002	2003
Passività lorde (1)	8934	9205	9166	10515
Tasso di rendimento medio	3,61	2,77	2,74	2,40
Servizio del debito (1)	-322	-255	-251	-253
Attività lorde (1)	7350	6891	6661	7863
Tasso di rendimento medio	4,73	4,12	3,99	3,70
Redditi da capitale (1)	348	284	264	291
Redditi da capitale - Servizio del debito (1)	26	30	12	38

Fonte: Roubini e Setser (2004).  
(1) Miliardi di dollari.

Tab. 4 TITOLI A LUNGO E BREVE TERMINE STATUNITENSI  
DETENUTI ALL'ESTERO: DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA  
(miliardi di dollari)

	Giugno 2002			Giugno 2003		
	Totale	Azioni	Tit. Debito	Totale	Azioni	Tit. Debito
Giappone	637	119	518	771	135	636
Regno Unito	368	194	173	390	194	197
Lussemburgo	229	94	134	297	104	193
Canada	208	155	53	260	179	82
Cina	181	4	178	255	2	254
Belgio	175	17	159	242	15	227
Isole Cayman	160	51	109	242	98	145
Svizzera	168	104	64	180	104	76
Germania	145	67	77	154	72	82
Paesi Bassi	142	100	41	163	110	53
Nazioni non identificate	516	24	492	388	-	387
Resto del mondo	1.409	466	945	1.637	551	1.082
<b>Totale</b>	<b>4.338</b>	<b>1.395</b>	<b>2.943</b>	<b>4.979</b>	<b>1.564</b>	<b>3.414</b>

Fonte: Dipartimento del Tesoro e *Federal Reserve* di New York: "Report on Foreign Portfolio Holdings of US Securities" (2004).

<sup>4</sup> Circa il 60% di titoli del debito statunitensi è sottoscritto dalle Banche Centrali straniere. Tra queste una quota crescente, che nel 2003 ha raggiunto oltre il 70%, è sottoscritta dalle Banche Centrali giapponesi e cinesi.

<sup>5</sup> Dooley M., Folkerts-Landau D and P. Garber, "An Essay on Revived Bretton Woods System", NBER WP n.9971 September 2003; C. Mann "Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability" (2002) Journal of Economic Perspective Vol 16, N. 3, 131-152.

trappone quella di coloro<sup>6</sup> che sottolineano i punti di debolezza insiti in questo assetto economico internazionale. L'emergere di nuove relazioni monetarie basate sulla parità tra il dollaro statunitense e le principali valute asiatiche è stato identificato da taluni come "l'equilibrio finanziario del terrore"<sup>7</sup> in quanto dipendente dalla disponibilità da parte delle Banche Centrali a finanziare il crescente debito estero statunitense. Queste ultime si trovano, però, sempre più esposte rispetto al rischio svalutazione: l'ingente ammontare di riserve detenute in dollari dalle Banche Centrali è soggetto a una perdita di valore. Si potrebbe pertanto determinare un crescente incentivo a modificare la composizione valutaria delle proprie attività privilegiando valute differenti.

### Possibili evoluzioni dello scenario attuale

E' possibile identificare due canali di trasmissione, che hanno comunque effetti di retroazione tra loro, attraverso i quali ipotizzare una inversione di tendenza dei deficit statunitensi. Un primo meccanismo opera attraverso l'ulteriore svalutazione del dollaro, quale che ne sia la causa: un ampliamento del disavanzo di parte corrente, un'eventuale rivalutazione dello yuan o una ricomposizione delle riserve delle Banche Centrali internazionali. Un secondo meccanismo opera attraverso un orientamento restrittivo della politica economica negli Stati Uniti; il miglioramento del saldo di parte corrente avverrebbe quindi tramite un rallentamento della domanda interna.

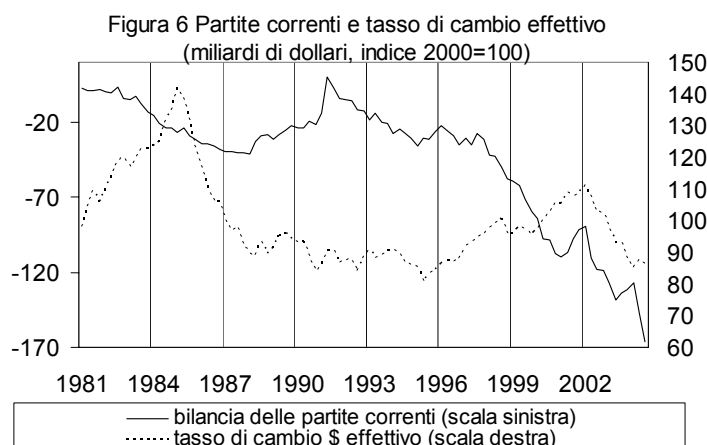
6 Roubini N. e B. Sester, "The US as Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances", November 2004, Obstfeld M. e K. Rogoff, "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER WP n.10869, October 2004.

7 Summers, L. H. "The United States and the Global Adjustment Process", speech at the Institute for International Economics, March 2004.

Tab. 5 ESPORTAZIONI VERSO IL NORD AMERICA  
(quote in % del totale delle esportazioni)

Mercati di origine	2000	2003	2003-2004*
Cina e Hong Kong	29,5	27,4	29,5
Giappone	30,1	24,8	23,7
UE-15	26,9	24,7	23,9

Fonte: FMI.  
\* Giugno 2003 - maggio 2004.



Fonte: Datastream.

### **Il meccanismo del cambio**

Il saldo di parte corrente ha continuato a mostrare un deterioramento anche in coincidenza con la recente fase di deprezzamento del dollaro.

Uno dei principali motivi della scarsa reattività delle partite correnti al deprezzamento del dollaro è rappresentato dalla bassa elasticità, sia delle importazioni che delle esportazioni, alla variazione del tasso di cambio. Dal lato delle importazioni, affinché il deprezzamento abbia un effetto virtuoso sul saldo, si dovrebbero verificare due condizioni: i) le imprese esportatrici straniere dovrebbero incrementare i prezzi in dollari dei beni venduti negli Stati Uniti per compensarne la perdita di valore in termini di valuta domestica; ii) le imprese produttrici statunitensi dovrebbero contestualmente mantenere fissi i prezzi dei beni prodotti all'interno permettendo così una sostituzione della domanda di importazioni con produzioni nazionali; ciò permetterebbe inoltre un incremento di quote di mercato all'estero. Secondo alcuni studi recenti<sup>8</sup>, nel passato tali condizioni non si sono verificate.

In particolare, per quanto riguarda la prima, le imprese estere sembrano propendere a mantenere inalterati i prezzi in dollari (basso *pass-through*) per non perdere quote di mercato, anche a danno dei margini di profitto.

Sembrerebbe quindi che un aggiustamento del *deficit* secondo i tradizionali canali della svalutazione competitiva possa essere solamente parziale, a meno di un deprezzamento molto ampio del tasso di cambio.

### **Le politiche restrittive**

La politica fiscale restrittiva avrebbe da un lato, l'effetto di migliorare il *deficit* di bilancio e di ridurre il debito; dall'altro, riducendo lo stimo-

lo all'attività economica e tramite questa via i redditi e i consumi interni, determinerebbe, a parità di altre condizioni, un miglioramento dei conti con l'estero. L'entità di quest'ultimo effetto dipende naturalmente dalla elasticità delle importazioni al reddito. Diverse stime<sup>9</sup> mostrano come l'elasticità delle importazioni al reddito negli Stati Uniti sia molto elevata e, in particolare, più alta di quella delle esportazioni al reddito internazionale. Lo sviluppo dell'*outsourcing*<sup>10</sup> ha incrementato notevolmente l'elasticità delle importazioni al reddito a causa del fatto che alcuni beni non vengono più prodotti negli Stati Uniti.

Un irrigidimento della politica monetaria avrebbe ugualmente un effetto benefico sul saldo commerciale attraverso un contenimento della domanda di importazioni; d'altro canto, un differenziale di tassi di interesse a favore delle attività finanziarie statunitensi potrebbe determinare un apprezzamento del cambio del dollaro, con un risultato opposto al primo in termini di riduzione del disavanzo corrente.

Si può tuttavia ragionevolmente ritenere che nella situazione attuale quest'ultimo effetto non sia rilevante. Ciò che al momento sembra condizionare gli operatori finanziari è infatti il timore di un'ulteriore perdita di valore del dollaro, giustificata dall'ampliarsi dei *deficit* gemelli; in questo contesto un eventuale rialzo dei rendimenti sulle attività finanziarie in dollari non sembrerebbe sufficiente a invertire la tendenza in atto.

E' molto difficile quantificare l'effetto netto sui disavanzi statunitensi dell'operare di tali meccanismi di aggiustamento, e ancor di più le conseguenze che ne deriverebbero per l'intera

<sup>8</sup> Deutsche Bank Research "The US balance of Payments: Widespread misconceptions and exaggerated worries", October 2004

<sup>9</sup> Deutsche Bank Research (2004), cit.; Mann C. (2002), cit.

<sup>10</sup> Parte del *deficit* è dovuto proprio all'*outsourcing*: prodotti esportati dagli USA vengono reimportati con più elevato valore aggiunto. Ciò determina che il valore dell'import ecceda quello dell'export (traffico di perfezionamento passivo).

economia mondiale; ciò premesso, se ne tenta in quanto segue una valutazione attraverso l'utilizzo di un modello macroeconomico.

### **Aggiustamento dei disavanzi statunitensi: alcune simulazioni**

Partendo dal presupposto che l'attuale tendenza dei *deficit* statunitensi richieda una correzione, l'intento è quello di valutare la diversa efficacia degli strumenti a disposizione rispetto al raggiungimento dell'obiettivo e l'impatto che il loro operare determinerebbe nei principali paesi industrializzati.

Usando il modello econometrico dell'*Oxford Economic Forecasting*, abbiamo inizialmente considerato l'ipotesi di un ulteriore deprezzamento, rispetto allo scenario di base, del tasso di cambio nominale del dollaro del 10% nei confronti delle principali valute internazionali. Restano esclusi dalla rivalutazione nei confronti del dollaro solo lo yuan cinese, il dollaro di Hong Kong e il ringgitt malese, monete che di fatto sono ancorate al dollaro. L'arco temporale considerato va dal 2005 al 2009.

### **Se si deprezza ulteriormente il dollaro...**

L'effetto del deprezzamento del dollaro, che si realizzerebbe, nel nostro scenario, nel primo trimestre del 2005, non avrebbe un grande impatto sulle esportazioni statunitensi, che nello stesso anno sarebbero stimolate per un ulteriore punto percentuale rispetto allo scenario di base. L'aggiustamento avverrebbe essenzialmente attraverso le importazioni. Queste ultime, oltre che sfavorite dal cambio, sarebbero penalizzate da un calo della domanda interna: il deprezzamento avrebbe infatti un impatto inflativo non trascurabile (l'incremento dei prezzi al consumo sarebbe pari a 1,4 punti percentuali rispetto allo scenario base nel biennio 2005-2006) tale da determinare una reazione da parte della Riserva Federale attraverso un incremento dei tassi d'interesse (di circa un punto percentuale nel 2006 e 2007). Il disavanzo di parte corrente diminuirebbe, marginalmente nel 2005 e in modo un poco più accentuato (5 e 6 decimi di punto di PIL rispetto allo scenario base) nel triennio 2006-2008.

Simulazione 1\*                      EFFETTO DI UN DEPREZZAMENTO DEL DOLLARO DEL 10% IN TERMINI NOMINALI

		2005	2006	2007	2008	2009
Stati Uniti	PIL	0,1	-0,5	-0,3	0,5	1,4
	Esportazioni	1,0	-0,3	-0,2	1,3	2,1
	Importazioni	-2,4	-2,9	0,0	2,4	3,2
	Prezzi al consumo	1,4	1,4	0,1	-0,1	0,1
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	0,1	0,5	0,6	0,5	0,3
	Tassi di interesse a breve termine	0,4	0,9	1,1	0,5	0,8
Giappone	PIL	-0,4	-1,3	-1,2	-0,4	0,9
	Esportazioni	-1,8	-3,9	-0,9	1,8	4,1
	Importazioni	0,7	-1,4	-1,1	0,1	1,6
	Prezzi al consumo	-0,3	-0,5	-1,2	-1,6	-1,6
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	0,0
	Tassi di interesse a breve termine	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Area euro	PIL	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,4
	Esportazioni	-0,5	-1,4	-0,4	0,9	1,5
	Importazioni	-0,2	-0,9	0,0	0,9	1,0
	Prezzi al consumo	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,5
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
	Tassi di interesse a breve termine	-0,3	-0,7	-1,3	-1,3	-0,8

\* Scostamenti rispetto alla base in punti percentuali.

### ***Gli effetti sul Giappone...***

Nello scenario appena descritto, gli effetti dell'aggiustamento ricadrebbero essenzialmente sul Giappone. Il PIL statunitense, infatti, subirebbe una diminuzione del tasso di crescita di mezzo punto percentuale nel 2006 rispetto alla base, e di una entità lievemente inferiore l'anno seguente (-0,3 punti percentuali). In Giappone, invece, il PIL si ridurrebbe di 0,4 punti percentuali nel 2005, ma in modo nettamente più marcato (di oltre un punto percentuale) nel biennio 2006-07. L'apprezzamento dello yen, unito al calo della domanda degli Stati Uniti, fra i suoi principali *partner* commerciali, comporterebbe, infatti, una consistente contrazione delle esportazioni; considerando la natura *export-led* dell'economia nipponica, tale risultato non è sorprendente. In questa ottica, appare chiara la motivazione dei ripetuti interventi della Banca del Giappone nell'arco degli ultimi mesi nel tentativo di arginare la tendenza all'apprezzamento della propria valuta.

### ***Se la Banca del Giappone interviene...***

Si è quindi condotta una simulazione immaginando il proseguimento di tale politica di stabi-

lizzazione: si è scelta una soglia-obiettivo della quotazione dello yen nei confronti del dollaro (105 yen per dollaro) in prossimità della quale ipotizzare l'intervento sui mercati valutari da parte della Banca Centrale nipponica.

In questo caso, il costo sopportato del Giappone, in termini di minor crescita del prodotto, sarebbe dimezzato. In particolare, la contrazione delle esportazioni risulterebbe sensibilmente inferiore rispetto a quella del primo scenario.

### ***Gli effetti sull'Area dell'euro...***

Nella prima simulazione l'Area euro subirebbe perdite più contenute rispetto al Giappone. Nel 2006, tuttavia, si determinerebbe una minor crescita del PIL pari a 4 decimi di punto. L'impatto deflativo dell'apprezzamento dell'euro causa, nelle funzioni di reazione del modello, una discesa, rispetto allo scenario di base, dei tassi di interesse a breve termine di una certa entità (tra 3 decimi di punto del 2005 e 1,3 punti percentuali del 2007-2008, simulazione 1). Ci si è quindi chiesti quale sarebbe l'impatto dell'apprezzamento dell'euro nel caso in cui le autorità monetarie europee fossero meno "pronte" all'utilizzo della leva moneta-

Simulazione 2\* EFFETTO DI UN DEPREZZAMENTO DEL DOLLARO DEL 10% IN TERMINI NOMINALI E CONTEMPORANEO INTERVENTO DELLA BANCA DEL GIAPPONE PER CONTENERE L'APPREZZAMENTO DELLO YEN

		2005	2006	2007	2008	2009
Stati Uniti	PIL	0,0	-0,4	-0,2	0,5	1,2
	Esportazioni	0,4	-0,7	-0,1	1,3	2,0
	Importazioni	-2,1	-2,5	0,1	2,1	2,6
	Prezzi al consumo	1,1	1,1	0,0	-0,2	0,0
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	0,0	0,4	0,4	0,3	0,2
	Tassi di interesse a breve termine	0,3	0,7	0,7	0,3	0,6
Giappone	PIL	0,0	-0,6	-0,6	-0,2	0,7
	Esportazioni	-0,4	-2,2	-0,5	1,7	3,5
	Importazioni	-1,9	-2,1	-1,1	0,1	1,6
	Prezzi al consumo	0,4	0,5	0,0	-0,2	-0,2
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	0,0	0,0	0,1	0,4	0,7
	Tassi di interesse a breve termine	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2
Area dell'euro	PIL	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	0,3
	Esportazioni	-0,7	-1,3	-0,3	0,8	1,3
	Importazioni	-0,2	-0,8	0,0	0,8	0,9
	Prezzi al consumo	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,5
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
	Tassi di interesse a breve termine	-0,5	-0,9	-1,4	-1,4	-1,0

\* Scostamenti rispetto alla base in punti percentuali.

ria. Il riferimento è al comportamento asimmetrico tenuto dalla BCE in occasione di episodi di deflazione rispetto a quelli di inflazione.

### **Se la BCE non interviene...**

Si è quindi condotta una ulteriore simulazione mantenendo invariato il profilo dei tassi di interesse a breve termine della BCE rispetto a quello presente nella base (un profilo comunque di leggera crescita), anche a fronte dell'apprezzamento dell'euro. L'impatto depressivo sul PIL sarebbe più accentuato rispetto ai risultati della prima simulazione, rispettivamente per un ulteriore decimo di punto nel 2005 e 2006, per 3 decimi nel 2007 per 2 decimi nel 2008.

In sintesi, la correzione del *deficit* di parte corrente tramite un deprezzamento del cambio nominale del dollaro del 10% sarebbe di entità non particolarmente elevata, nonostante l'ulteriore effetto benefico sul saldo derivante dalla manovra restrittiva sui tassi di interesse; il costo ricadrebbe essenzialmente sul Giappone, il paese che a causa dell'elevato peso delle esportazioni nella formazione del PIL risulterebbe più penalizzato dalla perdita di competitività derivante dall'apprezza-

mento della propria valuta. L'effetto sull'Area euro sarebbe meno consistente, ma comunque, non trascurabile; una pronta reazione della BCE a fronte della deflazione derivante dall'apprezzamento dell'euro ne limiterebbe sensibilmente gli effetti negativi.

### **Se si riduce il deficit federale statunitense...**

In un'ulteriore simulazione abbiamo testato l'impatto sulle maggiori aree economiche dell'aggiustamento degli squilibri statunitensi realizzato attraverso una riduzione del *deficit* federale. In particolare abbiamo ipotizzato una manovra di politica fiscale restrittiva tale da dimezzare, nei prossimi 5 anni, il disavanzo di bilancio, obiettivo enunciato nel programma elettorale del presidente Bush. Per quanto riguarda l'effetto cumulato della riduzione del *deficit* di parte corrente nell'arco del periodo d'osservazione, il risultato di tale manovra rispetto all'ipotesi di svalutazione del dollaro (simulazione 1), sarebbe parzialmente inferiore, ma sostanzialmente comparabile (-1,6 rispetto a -2% in termini di PIL della simulazione 1); molto diversa risulterebbe invece la distribuzione dei costi di aggiustamento.

Simulazione 3\*                      EFFETTO DI UN DEPREZZAMENTO DEL DOLLARO DEL 10% IN TERMINI NOMINALI  
IN ASSENZA DI REAZIONI DELLA BCE

		2005	2006	2007	2008	2009
Stati Uniti	PIL	0,1	-0,5	-0,3	0,5	1,5
	Esportazioni	0,9	-0,4	-0,4	1,2	2,2
	Importazioni	-2,5	-2,9	0,0	2,6	3,4
	Prezzi al consumo	1,4	1,3	0,0	-0,2	0,1
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	0,1	0,5	0,5	0,4	0,2
	Tassi di interesse a breve termine	0,4	0,9	1,0	0,4	0,7
Giappone	PIL	-0,4	-1,3	-1,2	-0,4	0,9
	Esportazioni	-1,9	-4,0	-1,2	1,7	4,3
	Importazioni	0,7	-1,5	-1,1	0,1	1,8
	Prezzi al consumo	-0,3	-0,5	-1,2	-1,7	-1,7
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1
	Tassi di interesse a breve termine	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Area dell'euro	PIL	-0,2	-0,5	-0,4	0,0	0,4
	Esportazioni	-0,6	-1,6	-0,8	0,7	1,8
	Importazioni	-0,4	-1,2	-0,6	0,6	1,4
	Prezzi al consumo	-0,2	-0,2	-0,7	-1,0	-1,0
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
	Tassi di interesse a breve termine	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

\* Scostamenti rispetto alla base in punti percentuali.

Riguardo questo ultimo aspetto bisogna sottolineare, tuttavia, che l'effetto depressivo della manovra sulla domanda interna statunitense indurrebbe una *stance* di politica monetaria più espansiva (i tassi a breve termine risulterebbero inferiori rispetto alla base per 6 decimi di punto nel 2006, 1,2 e 1,1 punti nel 2007-08).

In conseguenza di ciò, per gli Stati Uniti il costo della manovra fiscale in termini di PIL sarebbe solo marginalmente più elevato (con l'eccezione del 2009) rispetto a quello che si realizzerebbe nell'aggiustamento via tasso di cambio; allo stesso tempo il Giappone subirebbe nel 2006 solo una lieve contrazione del prodotto interno lordo, per poi registrare un modesto incremento rispetto allo scenario base nel 2007 e nel 2008. In questo biennio, l'effetto di stimolo registrato nell'economia giapponese è legato all'aumento degli indici di borsa statunitensi, (a loro volta causati dalla riduzione dei tassi d'interesse); il loro incremento comporterebbe un rialzo anche degli indici azionari nipponici, con un non trascu-

rabile effetto ricchezza per le famiglie (stimolato peraltro anche dalla riduzione dei rendimenti a lungo termine) e una conseguente, positiva, dinamica del consumo.

In questa simulazione l'Area euro farebbe registrare tassi di crescita del PIL appena inferiori rispetto a quelli dello scenario di base (per il biennio 2006-07). Tale risultato si determinerebbe attraverso un contributo leggermente negativo delle esportazioni nette, frutto della diminuita domanda statunitense.

In sintesi, una manovra fiscale dell'ampiezza ipotizzata, oltre a dimezzare il disavanzo federale, otterrebbe un risultato di entità paragonabile, in termini di riduzione del *deficit* corrente, rispetto a quello raggiunto tramite il deprezzamento del cambio; il costo in termini di minor crescita statunitense, grazie alla pronta reazione di politica monetaria, sarebbe solo marginalmente superiore. Assai inferiore, tanto da essere trascurabile, risulterebbe invece il peso dell'aggiustamento sostenuto dall'Area euro e dal Giappone.

Simulazione 4\*                      EFFETTO DEL DIMEZZAMENTO IN 5 ANNI DEL DISAVANZO FISCALE STATUNITENSE

		2005	2006	2007	2008	2009
Stati Uniti	PIL	-0,1	-0,7	-0,3	0,6	0,3
	Esportazioni	-0,1	-0,3	0,6	0,9	-0,2
	Importazioni	-0,3	-1,6	-0,1	1,1	-0,3
	Prezzi al consumo	0,0	-0,2	-0,6	-0,8	-0,7
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	0,0	0,3	0,4	0,4	0,5
	Tassi di interesse a breve termine	0,0	-0,6	-1,2	-1,1	-0,7
Giappone	PIL	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,1
	Esportazioni	-0,1	-0,6	0,3	0,9	-0,4
	Importazioni	0,0	-0,2	0,1	0,5	0,3
	Prezzi al consumo	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
	Tassi di interesse a breve termine	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Area dell'euro	PIL	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
	Esportazioni	0,0	-0,3	0,2	0,4	-0,2
	Importazioni	0,0	-0,1	0,4	0,4	-0,3
	Prezzi al consumo	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
	Bilancia di conto corrente in percentuale del PIL	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
	Tassi di interesse a breve termine	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,3

\* Scostamenti rispetto alla base in punti percentuali.

*La presente nota è stata completata con le informazioni disponibili al 20-12-2004. E' stata coordinata da Margherita Cagiano De Azevedo e Claudio Vicarelli, redatta da Clemente De Lucia, Roberta De Santis e Claudio Vicarelli. Marco Fioramanti ha elaborato le simulazioni con il modello macroeconomico.*