

Dollaro e prezzi relativi nel riequilibrio globale

di Giancarlo Corsetti*

Il tasso di cambio del dollaro è al centro del dibattito sugli squilibri globali, con numerose stime che pongono il deprezzamento in termini reali necessario a correggere il disavanzo statunitense tra il 20 e 50 per cento (sebbene non sia chiaro rispetto a quale valore iniziale). Alcune di queste stime differiscono non solo nella misura del deprezzamento, ma anche negli scenari macroeconomici sottostanti. In alcuni casi, il deprezzamento del dollaro opera in larga misura attraverso una valutazione dei redditi USA relativamente al resto del mondo, che rallenta la domanda di importazioni; in altri casi, il deprezzamento del dollaro opera principalmente sui prezzi delle esportazioni, aumentando così la competitività delle imprese statunitensi.

Per apprezzare l'importanza di differenze nel meccanismo di trasmissione e rientro dal disavanzo, vale la pena riconsiderare l'esperienza degli anni ottanta, quando il tema di rilevanza politica era lo squilibrio commerciale tra Stati Uniti e il Giappone. Come ampiamente noto, il dollaro comincia a deprezzarsi nel 1985, producendo un miglioramento, molto lento ma positivo, della bilancia commerciale. Su questo episodio, Paul Krugman scrive un piccolo volume che riassume i risultati di un conferenza tenuta a Washington nel 1990 (Krugman 1991). Le conclusioni del volume sono quanto mai attuali. Due punti ribadiscono che il deprezzamento del cambio funziona, ed è necessario a correggere squilibri esterni. Il terzo punto, più controverso, è che la relazione tra tasso di cambio e bilancia commerciale è stabile, ovvero non dovrebbe cambiare con la struttura produttiva, il livello di integrazione commerciale, la composizione delle esportazioni, o il livello di diversificazione di portafoglio.

Nel volume di Krugman, come negli studi recenti, la logica del deprezzamento discende direttamente nella teoria del 'trasferimento'. In breve, ridurre il disavanzo commerciale degli Stati Uniti equivale a una redistribuzione della domanda globale: la spesa deve cadere negli Stati Uniti, deve aumentare nel resto del mondo, generando così un trasferimento di domanda tra le due aree.

In termini di contabilità nazionale, il valore della domanda aggregata interna più il trasferimento deve essere uguale al valore della produzione nazionale. Per scrivere questa identità coerentemente all'analisi che segue, si ricordi che le economie nazionali producono sia beni commerciati a livello internazionale sia beni non commerciati. A loro volta, i beni commerciati saranno differenziati per paese. Indicando con H i beni commerciati prodotti negli Stati Uniti, e con F i beni prodotti nel resto del mondo, l'identità di contabilità nazionale per gli Stati Uniti può essere scritta come segue:

$$\begin{aligned} P_N C_N + P_H C_H + C_F + \text{Trasferimento} = \\ P_N Y_N + P_H Y_H \end{aligned}$$

In questa identità, il prezzo dei beni commerciati nel resto del mondo è posto uguale a 1: in questo modo, una caduta di P_H coincide con un deterioramento delle ragioni di scambio.

Tenendo fisso il lato di destra dell'identità, un trasferimento al resto del mondo (che è equivalente a una correzione del conto corrente degli USA) richiede un movi-

* Pierre Werner Chair, European University Institute, e Università di Roma Tre.

mento di due prezzi relativi. Il primo prezzo relativo che deve cadere è quello dei beni commerciabili prodotti negli Stati Uniti, P_H (ovvero le ragioni di scambio statunitensi devono peggiorare): questo, per aumentare la domanda esterna per le esportazioni statunitensi, e ridurre le importazioni di questo paese. Secondo, devono cadere i prezzi dei beni non commerciabili prodotti negli USA, per evitare uno spostamento interno di domanda a favore dei beni esportabili, ora meno cari, che ridurrebbe lo spazio per un miglioramento delle partite correnti.

Ma questi movimenti nei prezzi influenzano anche il lato di destra dell'identità. Per date quantità prodotte, Y_H e Y_N , il deprezzamento reale del dollaro, dovuto alla caduta simultanea delle ragioni di scambio e dei prezzi dei beni non commerciati, riduce il valore del prodotto statunitense in termini del prodotto degli altri paesi. Si noti che i movimenti dei prezzi fanno cadere il valore del reddito nazionale anche in assenza di una contrazione della produzione e dell'impiego: in equilibrio, è la combinazione di movimenti dei prezzi e del reddito relativo che riduce la domanda esterna, e aumenta le esportazioni nette, a generare il trasferimento netto a favore degli altri paesi.

Queste considerazioni ricostruiscono nei dettagli la logica usata da Obstfeld e Rogoff (di seguito OR) in una serie di contributi che stimano il deprezzamento complessivo reale del dollaro necessario a azzerare il disavanzo in conto corrente degli USA, ovvero a generare un trasferimento pari a 5-6 punti percentuali di PIL (si veda ad esempio Obstfeld e Rogoff 2005). Il risultato di questi calcoli, ampiamente pubblicizzato, è un tasso di deprezzamento tra il 30 e il 50 per cento. La stessa logica sottende i lavori quantitativi del Fondo Monetario e altre istituzioni nazionali e internazionali.

Il passaggio critico di queste stime riguarda la proporzione tra aggiustamento nelle ragioni di scambio, e aggiustamento nei prezzi dei beni non commerciabili. Nei calcoli di OR, il movimento delle ragioni di scambio spiega tra 5 e 15 punti percentuali del deprezzamento del dollaro necessario ad azzerare il disavanzo. Ben più importante è il ruolo dei prezzi relativi dei beni non commerciati, che spiegano i restanti 25 o 35 punti percentuali.

In questo scenario, il meccanismo principale di correzione del disavanzo consiste in una forte caduta delle importazioni dagli Stati Uniti. Sui mercati internazionali, il prezzo delle esportazioni americane si riduce solo marginalmente: politiche industriali di 'pricing to market' sono pienamente compatibili con domanda aggregata e costi.

Un problema di fondo di queste stime è che, se si guarda all'esperienza degli anni ottanta, la correzione del disavanzo in quegli anni è avvenuta in assenza di movimenti drammatici nei prezzi relativi interni. I prezzi dei beni non commerciati statunitensi sono certamente caduti, ma in proporzione assai minore rispetto ai prezzi esterni delle esportazioni.

Per verificare questa affermazione, si confronti il deprezzamento percentuale del tasso reale effettivo del dollaro nel periodo 1985-1987, con la variazione percentuale del rapporto tra prezzi alla produzione e prezzi al consumo dei servizi. Questo rapporto coglie essenzialmente il prezzo relativo di servizi in larga misura non commerciabili, in termini di beni manufatti in larga misura scambiati a livello internazionale. In termini di media trimestrale, il tasso di deprezzamento reale del dollaro è pari al 2,4 per cento; la variazione del rapporto tra prezzi alla produzione e prezzi al consumo dei servizi è pari allo 0,8 per cento.

Nello stesso periodo, la correlazione tra tasso di cambio in termini reali e ragioni di scambio tra Stati Uniti e paesi OCSE (stimate come rapporto tra medie ponderate di prezzi alle esportazioni) è pari al 96,9 per cento. In altre parole, negli anni

ottanta tasso di cambio e ragioni di scambio si muovono in modo strettamente correlato. I prezzi relativi delle esportazioni statunitensi cadono in modo sostanziale e non marginale.

Se si accetta la terza conclusione di lavoro di Krugman nel 1991 (che la relazione tra movimenti di tasso di cambio e disavanzo è stabile), è logicamente coerente concludere che il rientro del disavanzo statunitense richiederà una forte caduta dei prezzi delle esportazioni, ovvero un forte deterioramento delle ragioni di scambio. Ma allora i calcoli di OR sarebbero squilibrati a favore dell'aggiustamento dei prezzi interni.

Se invece si pensa che 'qualcosa è cambiato' rispetto agli anni ottanta, il problema principale è capire esattamente che cosa è cambiato'. Una possibile tesi, diffusa in alcuni circoli di politica economica statunitense, è che la composizione del disavanzo US è diversa oggi rispetto agli anni ottanta. Negli anni ottanta, si trattava di modificare la domanda statunitense per beni commerciati come auto e elettronica, riducendone il contenuto di beni manufatti giapponesi, a favore di beni manufatti statunitensi. I movimenti delle ragioni di scambio avrebbero avuto allora un ruolo chiave nell'aggiustamento di conto corrente proprio in virtù della contiguità merceologica tra i due tipi di beni. Oggi, sempre secondo questa tesi, si tratta di ridurre la domanda statunitense di beni manufatti dai paesi emergenti, che sono poco sostituibili, data la specializzazione produttiva, con beni prodotti dai paesi avanzati. Quindi, il margine di sostituzione con beni non commerciati diventa più importante. Per ricorrere a un esempio: famiglie e imprese americane devono consumare meno manufatti 'made in China,' più vacanze in Colorado.

Dal punto di vista empirico, questa tesi ovviamente pone difficili problemi di stima delle elasticità di sostituzione tra queste categorie di beni. Ma suggerisce anche considerazioni di politica economica, che riguardano gli effetti sulla distribuzione interna agli Stati Uniti di un cambiamento dei prezzi relativi settoriali dell'ordine del 30 per cento.

A conclusioni sostanzialmente opposte conducono tuttavia altri studi, che enfatizzano le conseguenze della forte crescita del peso della manifattura sul commercio internazionale, con la presenza di beni differenziati offerti da imprese oligopolistiche o imperfettamente concorrenziali. Con una forte presenza di queste imprese, un aumento delle esportazioni statunitensi potrà avvenire non solo attraverso un aumento delle quantità vendute di un set dato di beni (il cosiddetto margine intensivo), ma anche attraverso un aumento delle varietà dei beni commerciati (il margine estensivo). Il punto è che la macroeconomia del riequilibrio della bilancia dei pagamenti e il ruolo dei prezzi relativi variano considerevolmente a seconda di quale margine gioca il ruolo prevalente. Questo a sua volta dipende da considerazioni riguardanti i settori merceologici, la struttura e regolamentazione di mercato, il progresso tecnologico e così via.

In una riconsiderazione dei calcoli di OR effettuata con un modello esteso alla creazione di nuove varietà, il tasso di deprezzamento reale del dollaro necessario a azzerare il disavanzo esterno degli USA varia tra il 20 per cento e pochi punti percentuali (si veda Corsetti, Martin e Pesenti 2007). La correzione del deficit richiede una contrazione del settore dei beni non commerciati negli Stati Uniti, ma soprattutto un forte aumento del peso relativo della manifattura e della produzione di beni commerciabili americani nel commercio mondiale, che può però avvenire a prezzi internazionali quasi invariati, per effetto dell'innovazione di prodotto.

In relazione a queste due visioni alternative del meccanismo di trasmissione, l'una che enfatizza i movimenti dei prezzi interni su quelli internazionali, l'altra che de-enfatizza i movimenti del cambio, l'esperienza degli anni ottanta rimane probabil-

mente la guida più affidabile per capire le modalità probabili di riequilibrio globale attraverso l'aggiustamento delle ragioni di scambio.

Riferimenti

Corsetti G., P. Martin and P. Pesenti (2007). "Varieties and the transfer problem: the extensive margin of current account adjustment". European University Institute, mimeo.

Krugman P., (1991). "Has the Adjustment Process Worked?", in Policy Analyses in International Economics 34, September.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2005). "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", Brookings Papers on Economics 1, 67-123.