

Grande Recessione e Guerre Valutarie

di Giuseppe De Arcangelis e Giorgia Giovannetti

Il 27 settembre 2010 il ministro delle Finanze brasiliano Guido Mantega ha dichiarato: “siamo nel mezzo di una guerra internazionale delle valute”, sottolineando i tentativi di alcuni paesi di deprezzare le proprie valute, causando così una sorta di effetto *beggar-thy-neighbor* che riportava all'esperienza degli anni Trenta durante la Grande Depressione.

In una visita ufficiale a Washington nel 2012 la presidente brasiliana Dilma Rousseff si è lamentata dello tsunami monetario che stava avvenendo nei principali paesi industrializzati a causa delle politiche monetarie espansive che continuavano ormai da molti trimestri senza una data limite.

Queste affermazioni dei due importanti esponenti del governo brasiliano suonano come un'accusa alle banche centrali e ai governi dei paesi industrializzati, colpevoli di aver *deliberatamente* adottato misure straordinarie di politica monetaria accomodante (in modo “non convenzionale”) non curandosi degli effetti che queste avrebbero avuto sui tassi di cambio e quindi alterando impropriamente la competitività delle proprie merci nazionali.

In effetti, a partire dal 2008, con la crisi finanziaria e l'inizio della Grande Recessione, le banche centrali dell'Area dell'Euro, Giappone e Stati Uniti hanno avviato programmi di aumento della base monetaria senza precedenti.

Negli USA il *Quantitative Easing* iniziato alla fine del 2008 è ormai alla sua terza edizione (QE3) e solo pochi giorni fa il governatore della Federal Reserve Ben Bernanke ne ha ipotizzato la fine. Nell'Area dell'Euro la Banca Centrale Europea è intervenuta a più riprese dalla fine del 2011 per allentare i vincoli di liquidità delle banche private adottando una politica maggiormente orientata al *Credit Easing*.

In Giappone dai primi mesi del 2013 la *Bank of Japan* ha iniziato a seguire una politica dichiaratamente inflattiva per combattere il problema della deflazione e molti paesi asiatici si sono lamentati del fatto che il Giappone stesse conducendo una “guerra valutaria clandestina”.

Il più semplice modello monetario di tassi di cambio anticipa che, in una situazione di tassi di interesse così bassi, forti espansioni dell'offerta di moneta hanno ricadute sui tassi di cambio: comportano un deprezzamento della valuta e quindi un vantaggio competitivo.

Cerchiamo di capire in primo luogo se questo ragionamento basilare di economia internazionale è confermato dai dati. L'accusa degli esponenti del governo brasiliano è quella di una scelta deliberata da parte dei governi dei paesi avanzati di far pagare la crisi finanziaria ai paesi emergenti. In secondo luogo, chiediamoci se e quali potevano essere le alternative per i paesi colpiti dalla crisi finanziaria. Dal lato dei paesi emergenti, occorre anche interrogarsi se qualcosa poteva essere fatto per fronteggiare questa straordinaria crescita di liquidità proveniente dai paesi industrializzati. Con la crisi globale esplosa alla fine del 2008, nei mercati finanziari si è osservata una iniziale fuga di fondi verso strumenti “rifugio” (l'oro e le

valute più forti, incluso il dollaro, che si è apprezzato alla fine del 2008) e successivamente un ridirezionamento verso le economie emergenti per tutto il 2009. Da una parte, questo ha portato all'apprezzamento delle valute di quei paesi, dall'altra ha portato notevoli risorse finanziarie che nei mercati azionari ha aumentato la capitalizzazione in modo rilevante. La forte domanda di monete dei paesi emergenti ne ha determinato l'apprezzamento che è divenuto un apprezzamento in termini reali, oltreché nominali.

Il grafico 1 riporta i tassi di cambio effettivi reali dei paesi BRICS a partire dal 2004 ed evidenzia che nel 2009-2010 si è avuto un apprezzamento in termini reali con una dinamica molto simile fra i diversi paesi, come mai avvenuto negli anni precedenti. Nel 2010-2011 l'apprezzamento si è tuttavia arrestato e nel 2012 si nota una divergenza negli andamenti delle diverse valute, con alcune che si apprezzano e altre che si deprezzano. A seguito di questi andamenti, nel 2013 la situazione risulta molto diversa tra i vari paesi. Mentre per Cina e Russia l'apprezzamento reale è continuato, per gli altri tre paesi (Brasile, India e Sud Africa) si è avuto un ritorno a valori simili a quelli pre crisi.

I dati del grafico 1 mostrano che non tutti i paesi e primo fra questi il Brasile – continuano a sperimentare una perdita di competitività.

Nouriel Roubini¹ ha notato che l'eccesso di liquidità creato nei paesi industrializzati può portare ad un aumento nei prezzi delle *commodities* e l'apprezzamento reale del rublo russo potrebbe esserne una prova.

La seconda questione riguardava le possibili alternative che le autorità di politica economica dei paesi industrializzati avevano a disposizione per combattere gli effetti della crisi finanziaria inizialmente e poi combattere la Grande Recessione.

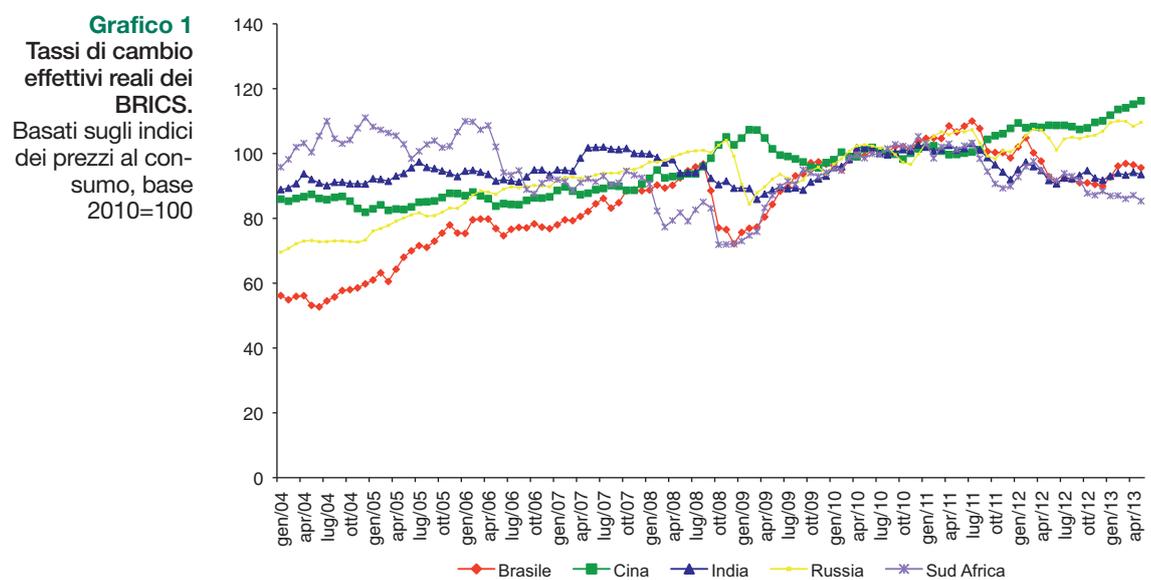
L'esperienza storica mostra che da episodi di crisi finanziaria globale simile a quella del 2008, i paesi hanno reagito con politiche di ripresa della domanda interna che necessariamente hanno avuto un effetto più o meno indiretto sulle altre economie. Durante gli anni Trenta ciò è avvenuto sia con politiche commerciali protezionistiche, sia con politiche di deprezzamento delle valute (uscita dal regime di Gold Standard) che direttamente hanno funzionato come politiche di *beggars-neighbor*.

Dall'esperienza degli anni Trenta, è stato tuttavia tratto un insegnamento che sembra essere stato utile durante l'attuale fase recessiva. A differenza del passato e grazie alle modifiche nella struttura della produzione internazionale e alla espansione della catene mondiali del valore, il commercio mondiale non ha subito una forte contrazione e soprattutto le politiche commerciali non hanno cambiato orientamento. L'unica alternativa per i paesi colpiti dalla crisi rimaneva la politica monetaria espansiva.

Occorrerebbe chiedersi, con un esercizio controfattuale, che cosa sarebbe potuto succedere se invece di politiche monetarie espansive così aggressive, le economie avanzate avessero reagito adottando politiche commerciali protezionistiche. Si può facilmente notare che nei modelli prevalenti di economia internazionale infatti l'alternativa ad una politica monetaria espansiva come reazione ad una situazione di contrazione del reddito, in regime di cambi flessibili, non è la politica fiscale espansiva (inefficace sul reddito), ma la politica commerciale restrittiva. Negli anni trenta questa ha avuto effetti molto negativi ed è probabilmente un aspetto positivo che questa crisi non abbia visto forti spinte protezionistiche.

¹ Si veda <http://www.bloomberg.com/news/2013-01-23/weber-in-davos-joins-dimon-to-spotlight-easy-money-danger.html>

Infine ci chiediamo come avrebbero potuto reagire i paesi emergenti a politiche monetarie espansive così ampie, all'ingente afflusso di fondi finanziari e all'apprezzamento delle valute? Barry Eichengreen² ritiene che avrebbero dovuto seguire politiche fiscali restrittive che potevano drenare i fondi finanziari in entrata attraverso un aumento della tassazione o una riduzione delle spese. Tuttavia, la fattibilità politica di tali misure è piuttosto ridotta, soprattutto quando l'economia cresce e risulta più facile accusare i propri partner commerciali di deliberate misure di deprezzamento invece di operare con aggiustamenti al proprio interno.



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali

² "Currency War or International Policy Coordination?", *Journal of Policy Modeling*, May/June 2013.