

Stati Uniti, una crescita senza fiducia

STEFANO SYLOS LABINI

La forte svalutazione del dollaro nei confronti dell'euro ha aperto diversi interrogativi e ha fatto moltiplicare gli appelli da parte di economisti e politici europei affinché le autorità americane intervengano per frenare il deprezzamento del biglietto verde. In questo articolo si cercherà di dimostrare che, al contrario delle convinzioni dominanti, l'indebolimento del dollaro non è stato l'obiettivo dell'Amministrazione Bush e della Federal Reserve e che oggi i margini di intervento per favorire il rafforzamento del dollaro sono molto esigui. L'analisi mette a confronto due bienni di crescita dell'economia americana: il 1999/2000, che si arrestò bruscamente nell'ultimo trimestre del 2000, e il 2003/2004 tuttora in corso.

Esaminando i dati si notano una serie di differenze ed alcune similitudini. Nel 2003/2004 la crescita del Pil, degli investimenti fissi e della Borsa non è accompagnata da una riduzione del tasso di disoccupazione sui valori raggiunti nel 1999/2000 e l'aumento dei profitti è nettamente superiore a quello del 1999/2000; inoltre, nel 2003/2004 è in atto una politica economica molto espansiva e la crescita del prezzo del petrolio è associata ad un indebolimento del dollaro al contrario di quel che accadde nel 1999/2000. Le similitudini sono, invece, rappresentate dalla crescita rilevante della produttività, dalla persistenza di un saldo commerciale negativo e dall'aumento del prezzo del petrolio in entrambi i periodi. In sintesi, appare che nel periodo 2003/2004 esiste un andamento discordante tra Pil e Borsa ed il valore del dollaro rispetto all'euro: la crescita del Pil e della Borsa non è associata ad importanti afflussi di capitali esteri bensì è trainata dalla creazione di potere di acquisto determinata dall'espansione della moneta e del debito pubblico e privato interno.

La crescita rilevante della Borsa in presenza di un minore afflusso di capitali esteri si spiega con una forte domanda interna di azioni, conseguenza dell'incremento dei profitti delle imprese, della detassazione dei dividendi azionari e dei bassi tassi d'interesse. L'incremento dei profitti è stato favorito dalla crescita sostenuta della produttività, dal contenimento dei salari, dalla riduzione delle tasse e degli interessi e dalla svalutazione

del dollaro. Tutto ciò ha attenuato gli effetti negativi sui margini delle imprese dell'impennata del prezzo del petrolio, che nell'ot-

tobre del 2004 ha superato i 50 dollari/barile, diversamente da quel che accadde nella seconda metà del 2000.

La crescita del prezzo del petrolio ha effetti diversi nei due periodi. Nel 2003/2004 tende ad indebolire il dollaro perché in una fase di riduzione degli afflussi di capitali esteri un suo aumento fa peggiorare il deficit della bilancia commerciale (è anche possibile che l'indebolimento del dollaro abbia contribuito a spingere in alto il prezzo del petrolio). Al contrario, nel periodo 1999/2000 l'aumento del petrolio non creava grossi problemi al finanziamento del deficit commerciale poiché erano notevoli gli afflussi di capitali dall'estero, mentre l'elevata domanda di dollari da parte del resto del mondo per pagare il petrolio più costoso esercitava una spinta verso il rafforzamento del biglietto verde.

Riassumendo, sebbene la crescita del Pil nel biennio 2003/2004 sia paragonabile a quella del 1999/2000 (3,7% contro il 4,2%), i fattori di spinta sono ben diversi nei due periodi. Nel 2003/2004 la creazione di potere d'acquisto

dall'interno, che viene alimentata dai bassi tassi d'interesse e dal deficit pubblico, mette in moto una ripresa sostenuta dell'economia e della Borsa. Ma l'espansione del 2003/2004, pur determinando una forte crescita dei profitti e degli investimenti fissi, non è riuscita a portare la quota degli investimenti in rapporto al Pil su un livello sufficientemente elevato, che avrebbe fatto diminuire il tasso di disoccupazione in misura maggiore generando un circolo virtuoso tra occupazione, domanda, grado di utilizzazione degli impianti e investimenti reali. In sostanza, la crescita del 2003/2004 non ha finora innescato quel circolo virtuoso e non è riuscita a creare quel clima di fiducia che aveva caratterizzato il biennio 1999/2000. Nel 1999/2000, infatti, il mercato globale riponeva una grossa fiducia nelle prospettive di crescita dell'economia americana e faceva affluire negli Stati Uniti quantità di capitali ben maggiori esercitando una spinta propulsiva fondamentale verso l'espansione dell'economia, la crescita della Borsa ed il rafforzamento del dollaro. La crescita del

1999/2000, che aveva luogo in un contesto di politiche monetaria e di bilancio relativamente restrittive e di profitti delle imprese che crescevano in misura nettamente minore rispetto al 2003/2004, è stata quindi trainata dal mercato durante un periodo di grandi innovazioni nelle tecnologie dell'informazione e delle telecomunicazioni (il periodo della "New economy").

Per concludere, l'Amministrazione Bush e la Federal Reserve hanno cercato con successo di rilanciare la crescita del Pil, degli investimenti, dei profitti e della Borsa sperando che ciò avrebbe determinato un rafforzamento del dollaro, requisito fondamentale per far finanziare la "guerra preventiva" anche dal resto del mondo. Ma la politica della nuova destra americana non è riuscita fino a questo momento a creare quella fiducia negli investitori esteri, per cui la crescita dell'economia e della Borsa non si è rivelata una condizione sufficiente ad attrarre i capitali internazionali e spingere l'apprezzamento del biglietto verde, così come accadeva nel biennio 1999/2000. Oggi, la possibilità che il dollaro possa rivalutarsi si ritrova in larga misura nelle mani del mercato e delle banche centrali asiatiche, le principali acquirenti di titoli del Tesoro USA, e dipende dagli sviluppi della situazione in Medio Oriente (Israele-Palestina, Iraq, Iran). Se in Medio Oriente ci fosse un'evoluzione gradita all'Amministrazione Bush, la forza politica degli Stati Uniti ne risulterebbe accresciuta e probabilmente si determinerebbe una tendenza verso la riduzione delle spese militari e del prezzo del petrolio con effetti benefici sui deficit "gemelli", sull'inflazione e quindi sul dollaro. Altrimenti, la necessità di arginare il deficit federale implicherà una pesante restrizione della spesa sociale e un aumento del carico fiscale a cui potrebbe accompagnarsi una netta risalita dei tassi d'interesse. Tutto ciò avrebbe l'effetto di interrompere la fase di crescita dell'economia americana, deprimere la Borsa e il mercato immobiliare, far aumentare il debito privato ad un ritmo ancora più rapido. In questo scenario verrebbero ulteriormente disincentivati gli afflussi di capitali internazionali, la posizione debitoria degli Stati Uniti verso l'estero tenderebbe ad aggravarsi e il dollaro potrebbe indebolirsi in misura ancora maggiore.