



[Politica](#)

Il Quantitative Easing della Fed in dodici passaggi

by [redazione](#) • 14 ottobre 2016 •
di Giorgio Arfaras



Conviene partire da un'astrazione per comprendere il caso concreto. Nel mondo ideale i paesi in via di sviluppo consumano, ma soprattutto investono più di quanti beni di consumo e d'investimento producano. La differenza sono le importazioni dai paesi sviluppati.

I paesi sviluppati, invece, consumano ed soprattutto investono meno di quanto producano. La differenza sono le esportazioni verso i paesi in via di sviluppo. I paesi in via di sviluppo cumulano debito – la contropartita delle importazioni, con i paesi sviluppati.

Alla lunga i paesi in via di sviluppo costruiscono un apparato industriale competitivo, quindi cominciano sia ad esportare sia a consumare i beni prodotti da loro stessi. La loro bilancia commerciale diventa attiva e rendono pian piano il debito che avevano accumulato quando erano poveri.

Questo mondo ideale ha funzionato nel secondo dopoguerra, laddove i paesi in via di sviluppo erano l'Europa occidentale ed il Giappone, e il paese sviluppato erano gli Stati Uniti. I cambi erano fissati, ossia si sapeva in partenza quante lire, marchi, franchi, yen, eccetera erano necessari per comprare un dollaro. Dollaro, che, a sua volta e fino al 1971, aveva un rapporto fissato con l'oro.

Nel mondo reale di oggi abbiamo un'inversione. Il paese in via di sviluppo, la Cina, il cui prodotto interno lordo è circa un terzo di quello europeo e statunitense con una popolazione molto più numerosa, invece di importare – più precisamente, invece di avere delle importazioni nette positive – esporta.

Il paese sviluppato, gli Stati Uniti invece di avere delle esportazioni nette positive, importa. Il paese indebitato è quello sviluppato e non, come dovrebbe essere, quello in via di sviluppo.

Il paese sviluppato dovrebbe quindi per anni diventare un esportatore netto per rendere il debito accumulato con il paese in via di sviluppo.

Dovrebbe cioè consumare molto meno, e quello in via di sviluppo molto di più. Gli Stati Uniti hanno un consumo pari a circa due terzi del loro pil, mentre quello dei cinesi è pari a meno della metà del loro pil. Per anni gli statunitensi dovrebbero diventare “formiche” ed i cinesi “cicale”.

Nel mondo reale di oggi, oltre alla succitata inversione, abbiamo anche una complicazione: le esportazioni cinesi dipendono anche dalla presenza degli stabilimenti statunitensi in Cina. La Cina è un gigantesco sito produttivo per le imprese estere.

Le bilance dei pagamenti registrano così le esportazioni di beni cinesi negli Stati Uniti, ma non registrano tutti i redditi delle imprese statunitensi che sono legati agli impianti in Cina. Per esempio, ogni iPhone prodotto in Cina costa venti dollari, ma è venduto a 600 dollari nel mondo.

Di conseguenza, una politica di stimolo (fiscale e monetario) della domanda negli Stati Uniti che si ripercuote nell’acquisto di iPhone accresce la domanda di lavoro in Cina e il margine di profitto del produttore statunitense, ma non la domanda di lavoro negli Stati Uniti.

Si potrebbe pensare che i salari cinesi possano crescere, ma di quanto dovrebbero crescere per annullare la differenza di costo? Anche il cambio della moneta cinese potrebbe variare, ma di quanto dovrebbe farlo per annullare la differenza di costo? Oppure si potrebbe pensare ad una combinazione di maggiori salari e di cambio rivalutato.

Per immaginare l’entità dell’aggiustamento dei salari e del cambio, è utile una nota statistica. Nel secondo dopoguerra i salari tedeschi e giapponesi crebbero moltissimo. Erano il 20% ed il 10% di quelli statunitensi nel 1950 e poi diventarono il 60% ed il 50% di quelli statunitensi nel 1970.

I salari cinesi invece sono ancora pari, dopo anni di crescita vorticoso della loro economia, al 10% di quelli statunitensi.

In conclusione, ci si avvierà ad una soluzione dei problemi fra gli Stati Uniti e la Cina quando i primi diventeranno “formiche”, i secondi “cicale” e quando i salari cinesi esploderanno. Come si vede, una cosa non semplice.

L’idea del segretario al Tesoro Geithner di imporre dei paletti alle bilance dei pagamenti nell’attesa che le cose si risolvano va giudicata in questa prospettiva. Una non soluzione: infatti nessuno l’ha presa per buona.

L’altra controversia è legata alla cosiddetta “guerra valutaria”. Possiamo chiamarla la proposta (di fatto) di Bernanke. A differenza di quella di Geithner, quella di Bernanke è stata discussa e preoccupa molto. Proviamo ad esporla.

La Federal Reserve ha deciso di acquistare 600 miliardi di dollari di titoli del Tesoro (il Quantitative Easing 2). Altri 300, finanziati con l’investimento dei ricavi delle obbligazioni con in pancia i mutui ipotecari, la banca centrale li aveva comprati in passato (il Quantitative Easing 1).

Scopo della manovra è stimolare la crescita economica e l’occupazione, anche a costo di generare una bolla. La prima economia del mondo ha dei tassi d’interesse e dei rendimenti sulle obbligazioni del Tesoro intorno allo zero; compra il proprio debito pubblico iniettando liquidità nel sistema interno ed esporta inflazione nei paesi in via di sviluppo.

Il Qe2 “spolitizza” il Parlamento statunitense. Gli anelli della catena per il rilancio interno dovrebbero essere:

1. La borsa sale spinta dai rendimenti nulli sul debito pubblico; con i tassi a zero i prezzi delle obbligazioni non possono più salire, ma solo scendere, e quindi si comprano le azioni che possono sia salire sia scendere.

2. **La borsa che sale** alimenta l’effetto ricchezza; la gente, sentendosi più ricca, consuma di più.
3. **Le banche non investono** in titoli di Stato che rendono nulla e quindi aumentano l’offerta di credito alle imprese ed alle famiglie.

Gli anelli della catena dell’impatto sull’estero della manovra dovrebbero essere:

1. **Il dollaro è venduto** per comprare attività estere con un rendimento maggiore.
2. **Le obbligazioni e le azioni** dei paesi emergenti sono comprate e salgono molto.
3. **Le monete dei paesi terzi** salgono, salvo quelle che hanno il cambio fisso, come lo yuan cinese.
4. **I cinesi debbono continuare** a comprare debito pubblico statunitense anche con dei rendimenti nulli per mantenere il cambio della loro moneta.

5. **Ai paesi in via di sviluppo** arriva una gran quantità di capitali che spinge in alto le loro monete, le loro obbligazioni e le loro azioni.
6. **Aumenta il prezzo in dollari** delle materie prime, perché l'offerta è ridotta per strappare prezzi più alti in dollari e con ciò preservare il potere d'acquisto dei paesi produttori in altre monete.
7. **I cinesi, avendo il cambio fissato con il dollaro**, acquistano materie prime alimentari ed energetiche a prezzi crescenti. Il cibo è un terzo dell'indice dei prezzi al consumo cinese.
L'inflazione è "esportata" nei paesi emergenti che, a differenza della Cina, non hanno il cambio fissato con il dollaro, nel modo seguente:
1. **I capitali che arrivano** sono in dollari e sono cambiati in moneta locale per comprare le loro attività finanziarie. Aumenta così l'offerta di moneta, a meno che le banche centrali non ne eliminino l'impatto, vendendo obbligazioni sul mercato interno. Ad ogni modo, i tassi d'interesse e i rendimenti delle obbligazioni scendono.
2. A parità di condizioni, si ha una spinta ad una maggior crescita trainata dagli investimenti e dai consumi, che, per i paesi emergenti vicini alla piena occupazione, produce inflazione.
Il deficit pubblico statunitense è di circa 1.200 miliardi di dollari su base annua. Il Qe2 è di circa 900 miliardi di dollari per otto mesi. Le obbligazioni emesse per finanziare il debito saranno nei prossimi mesi circa pari agli acquisti del Qe2.
La tentazione di non toccare le entrate e le uscite del bilancio pubblico dovrebbe perciò facilmente lambire il Parlamento statunitense. Insomma, la Federal Reserve "spoliticizza" il Parlamento.
In Italia, fino ai primi anni Ottanta, il debito pubblico, offerto copiosamente, era comprato dalla Banca centrale per la parte che i privati non volevano. La politica poteva quindi non decidere se tagliare le spese e/o alzare le imposte.
Poi arrivò il "divorzio" fra la Banca d'Italia e il Tesoro. E da lì, il "risanamento" dei venti anni successivi.
Tutti i succitati passaggi possono essere verificati nei prossimi mesi. La manovra dovrebbe terminare a giugno 2011.
E se per allora l'occupazione non fosse cresciuta, o non abbastanza? Si può immaginare un proseguimento del Quantitative Easing, un Qe2 bis?