

9 novembre 2020

Il Sole **24 ORE**

LA PANDEMIA E I NUOVI EQUILIBRI DEL COMMERCIO GLOBALE

di Marcello Minenna

In un momento di incertezza massima per le sorti dell'economia mondiale, di sicuro ci sarà una seconda grande ondata di stimoli fiscali in Europa ed oltreoceano, indipendentemente dal risultato ancora in bilico delle elezioni USA. Le parole di Gina Gopinat, capo-economista del Fondo Monetario Internazionale (FMI) che ha paventato uno scenario di “trappola della liquidità” globalizzata ed auspicato una risposta fiscale “all'altezza della sfida” suonano come una sorta di benedizione ad una crescita della spesa pubblica da parte della prima istituzione finanziaria sovranazionale.

D'altronde la violenza della seconda ondata pandemica in Occidente e l'adozione di un nuovo *round* di *lockdowns* - anche se meno rigidi - non lasciano spazio all'immaginazione. Le economie sviluppate subiranno una c.d. *double-dip* recession con un ritorno alla contrazione economica in pochi mesi. Però prima di invocare una nuova pioggia di miliardi di provenienza governativa, converrebbe dare un'occhiata alle conseguenze sugli equilibri globali della prima onda di stimoli fiscali. Ed occorre focalizzare l'attenzione dove è meno immediato osservare effetti diretti: l'andamento dei flussi commerciali e finanziari tra i grandi blocchi economici.

Lo scenario Fmi nella prima fase della pandemia

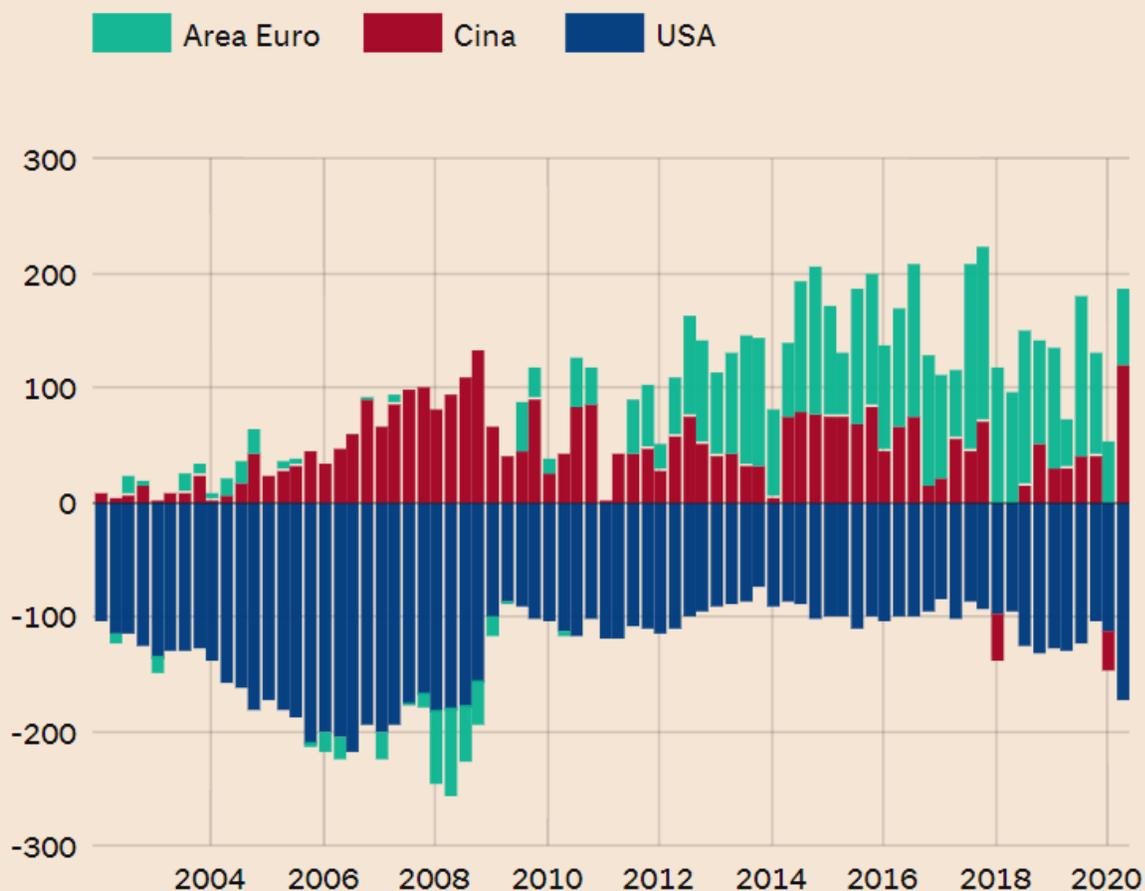
Nei primi mesi della pandemia, il FMI prevedeva che lo *shock* sul commercio globale avrebbe provocato una riduzione degli squilibri commerciali tra le grandi economie: intuitivamente, il declino degli scambi commerciali avrebbe impattato simmetricamente sia sulle importazioni che sulle esportazioni.

L'ipotesi era ragionevole, ma la realtà ha deciso di comportarsi diversamente: gli squilibri sono aumentati vertiginosamente (cfr. Figura 1) sia nella fase di crollo verticale degli scambi nel primo trimestre 2020 che durante la successiva ripresa.

Figura 1

SALDO DELLE PARTITE CORRENTI PER MACRO-AREE ECONOMICHE

Dati in miliardi di dollari



A fronte di un'espansione fiscale che allo stato attuale ha raggiunto il 14% del PIL, gli USA (barre blu) negli ultimi trimestri hanno accresciuto il proprio disavanzo commerciale trimestrale di oltre 70 miliardi di \$ fino a 170 (il 3,5% del PIL), dopo un periodo di relativo contenimento nel 2018-2019. Nulla è più importante per gli equilibri finanziari del pianeta del *deficit* commerciale degli

USA, spesso la sola controparte necessaria per un aumento del surplus in altre aree. Con buona pace degli obiettivi strategici dell'amministrazione Trump, la prima beneficiaria di questa espansione drammatica delle importazioni USA è stata proprio la Cina (barre rosse in forte crescita negli ultimi trimestri), mentre il *surplus* delle partite correnti dell'area Euro è rimasto sostanzialmente stazionario (barre verdi).

A guidare l'esplosione delle importazioni dalla Cina sono state da un lato l'enorme richiesta di materiale sanitario ed apparecchiature elettromedicali, su cui la Cina ha mantenuto una schiacciante superiorità produttiva rispetto alle economie occidentali, e dall'altro l'accresciuta domanda di elettronica/informatica dovuta al potenziamento delle infrastrutture nazionali per il lavoro da remoto.

Cambia la domanda dei consumatori statunitensi

Più in profondità, l'effetto dei *lockdowns* e dei successivi provvedimenti restrittivi basati sul principio del *social distancing* ha cambiato la struttura della domanda dei consumatori USA. Al crollo della richiesta di servizi forniti all'interno del circuito economico nazionale è corrisposto un contestuale aumento della domanda di beni durevoli di importazione, dovuto alla rimodulazione delle abitudini di vita di milioni di lavoratori USA (case più grandi in periferia, lavoro da casa). La Cina – anche grazie ad una straordinaria politica di contenimento del *virus* – si è fatta trovare pronta per sfruttare questo cambio di paradigma imposto dalla pandemia.

Il contributo dei prezzi contenuti di petrolio e materie prime

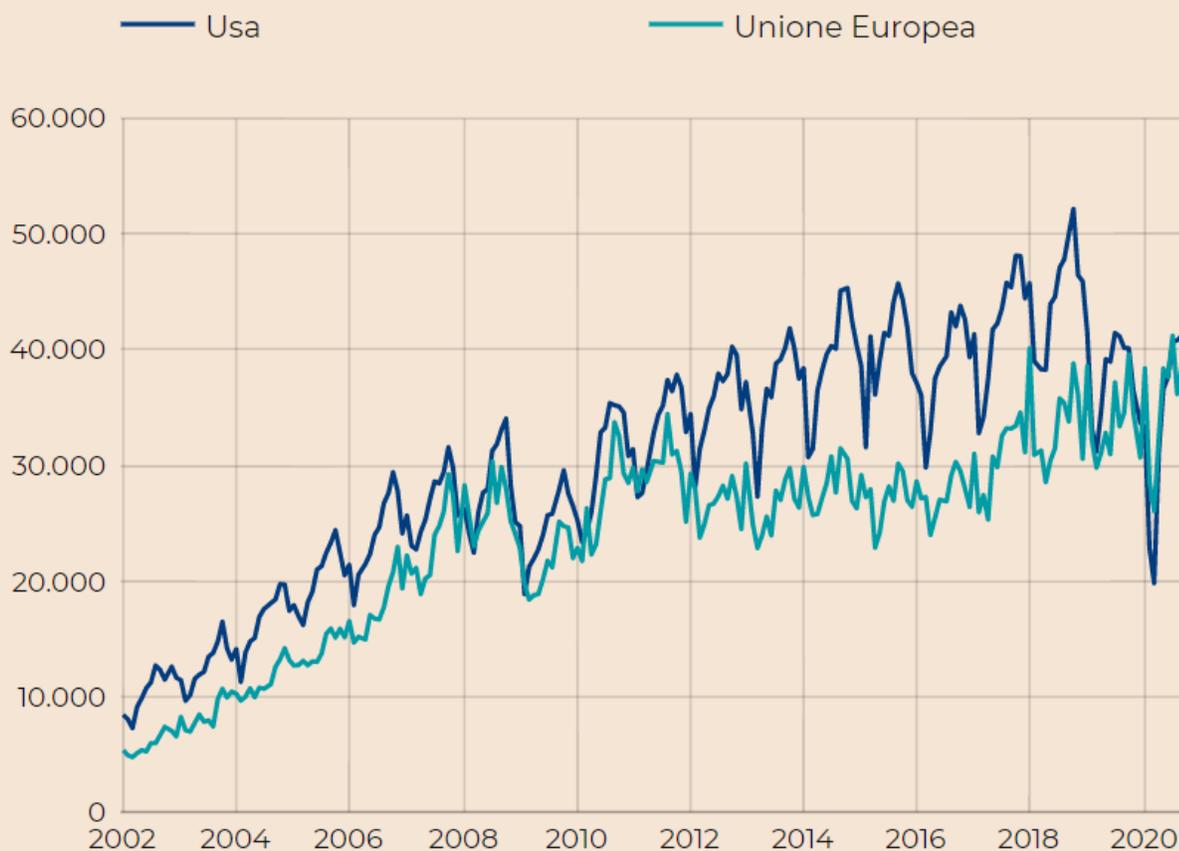
I prezzi del petrolio e delle materie prime persistentemente bassi hanno certamente aiutato la ripresa delle esportazioni cinesi in tutte le principali aree geografiche: il valore dell'*export* verso USA e l'Unione Europea (UE) è già tornato ai livelli pre-pandemia (cfr. Figura 2). Inoltre ha giocato un ruolo importante il tasso di cambio con il Dollaro, che si è solo marginalmente apprezzato fornendo benzina all'eccezionale macchina produttiva cinese.

A metà 2020 per ogni dollaro in ingresso in Cina grazie all'*export*, solo 75 centesimi venivano impiegati per le importazioni.

Figura 2

CINA - ESPORTAZIONI VERSO USA ED UNIONE EUROPEA

Flusso mensile . Dati in miliardi di euro



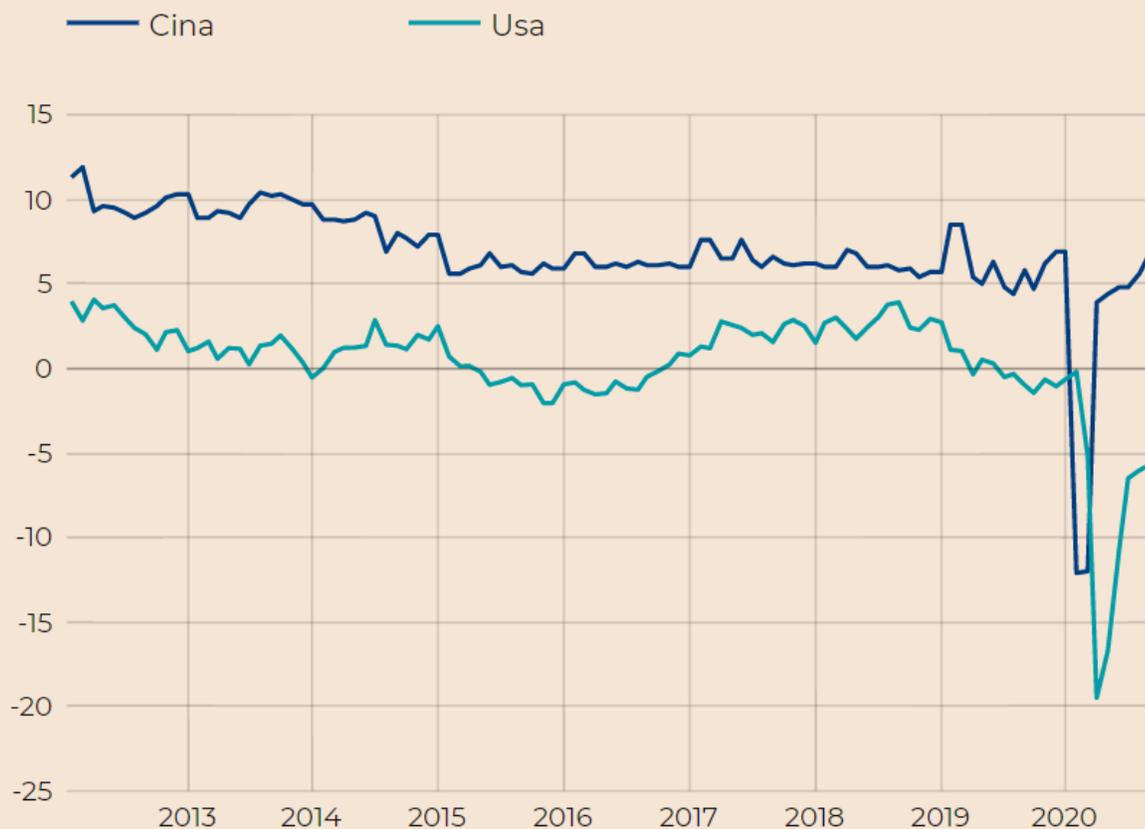
Il confronto con la Cina sul manifatturiero

Se si guarda esclusivamente al settore manifatturiero, la Cina spende per l'*import* solo 50 centesimi su 1 dollaro incassato. Un *gap* che è diventato il motore della ripresa del PIL, cresciuto di un ragguardevole +3,2% nel secondo trimestre 2020. Per avere un confronto si consideri che i Paesi OCSE hanno sperimentato un calo del -9,8%.

Il confronto in termini di variazione della produzione manifatturiera tra Usa e Cina è impietoso (cfr. Figura 3): a seguito di uno *shock* iniziale paragonabile come entità (circa un -20%) tra febbraio ed aprile 2020, la produzione cinese ha colmato completamente il *gap* tornando sul vecchio sentiero di crescita come se nulla fosse successo, mentre la ripresa USA è entrata in stallo nell'ultimo mese con una perdita secca del -6% rispetto ai livelli pre-pandemia.

Figura 3

VARIAZIONE % ANNUA DELLA PRODUZIONE MANIFATTURIERA



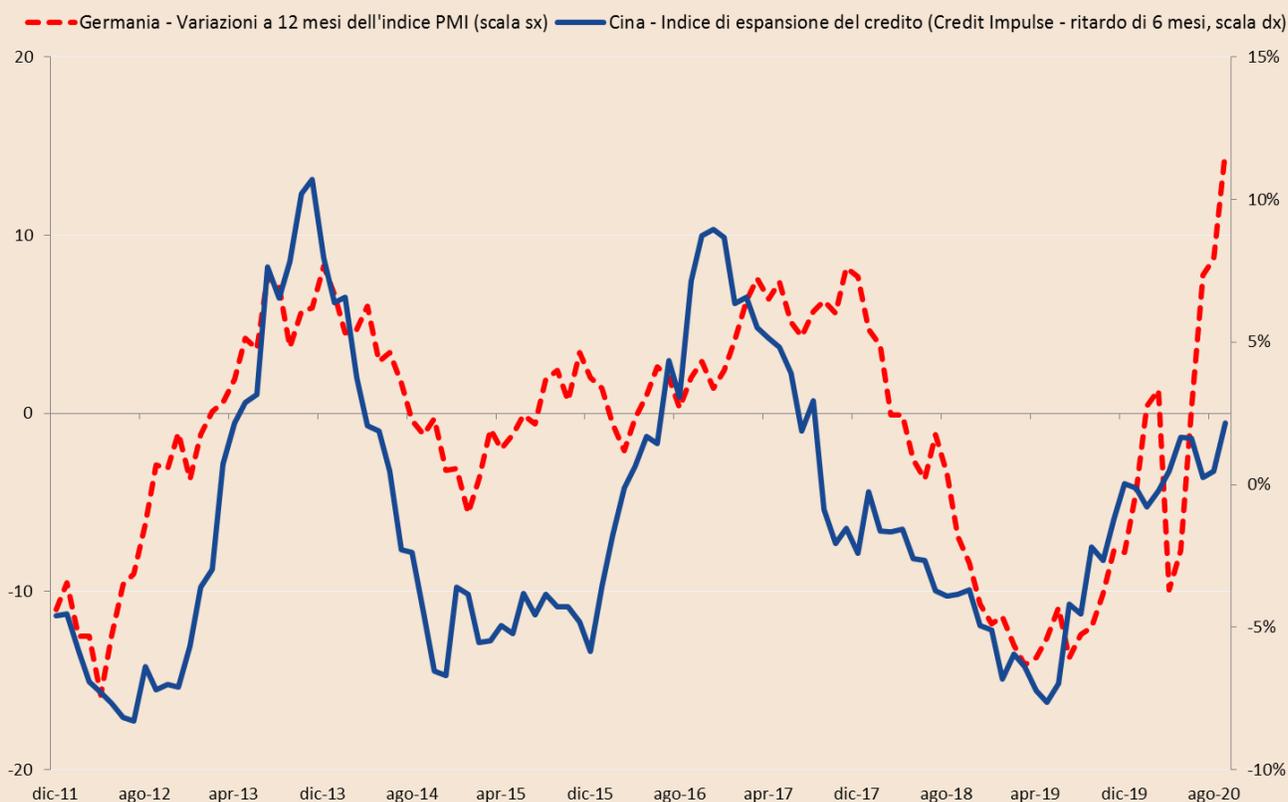
Questo è accaduto a fronte di uno stimolo fiscale complessivo del governo cinese *de facto* modesto (6,5% del PIL) ed una crescita del rapporto debito/PIL definibile come molto contenuta (circa +8%) rispetto a quanto sta accadendo nelle economie occidentali dove il rapporto è salito mediamente del +20% con picchi stimabili al +30% in paesi come l'Italia. Dunque non è inesatto dire che

l'espansione fiscale *monstre* di Washington ha finanziato più che altro a costo zero la ripresa in grande stile dell'economia cinese. Poiché si tratta di *shift* che possono divenire strutturali nell'interscambio tra le due economie, questo fenomeno non potrà essere ignorato a lungo, e ciò al di là delle soluzioni promosse dalla nuova presidenza Biden.

Dall'altro lato dell'Atlantico, le cose non vanno molto diversamente; i fenomeni in atto nell'area Euro sono largo circa gli stessi: la recessione globale ha indebolito le relazioni commerciali con gli USA, ma non quelle con Pechino. A differenza degli USA però l'area Euro si trova in una situazione di maggior equilibrio in termini di saldo *import/export*. I dati più recenti mostrano un'interdipendenza dei cicli economici sempre più stretta tra la locomotiva manifatturiera d'Europa (la Germania) e la Cina (cfr. Figura 4).

Figura 4

La dipendenza dell'export tedesco dalla domanda domestica cinese



La Figura 4 mette in relazione il ciclo di espansione del credito in Cina (in gergo tecnico il *credit impulse*, riportato con un *lag* di 6 mesi) connesso alla politica monetaria di Pechino con le variazioni a 12 mesi dell'indice dell'attività manifatturiera delle imprese tedesche. In altri termini, si cerca di testare se un aumento del credito ad imprese e consumatori in Cina possa provocare, con un ritardo di circa 6 mesi, una variazione contestuale dell'attività delle imprese tedesche attraverso un aumento delle esportazioni verso la Cina. I risultati sono sorprendenti, soprattutto se si considera la relazione indiretta e diluita nel tempo che lega questa due variabili: nell'ultimo decennio lo stimolo monetario all'economia cinese è stato molto spesso in relazione forte con una crescita dell'attività industriale in Germania.

Economie occidentali verso una nuova espansione fiscale

In definitiva, una forte espansione fiscale è di nuovo all'orizzonte nelle economie occidentali, con le relative conseguenze che potrà avere in termini di crescita e sostenibilità del debito, non solo pubblico ma anche privato nel lungo periodo. Soltanto nei primi 6 mesi del 2020 si stima che nell'area Euro mediamente il debito totale aggregato di governo, famiglie ed imprese sia salito del +18%, con un picco del +38% in Francia.

Nel paradigma attuale, c'è il rischio concreto di vedere effetti deboli sull'economia dei Paesi membri con un trasferimento netto di benefici verso Paesi extra-UE a traino come la Cina.

Rispetto al primo ciclo di aiuti in cui era importante assicurare la liquidità necessaria alla sopravvivenza a lavoratori ed imprese, finita la nuova fase acuta della crisi sarà importante nei prossimi mesi focalizzare la spesa su investimenti ad alto moltiplicatore che generino crescita sui territori. Le idee giuste non mancano.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali