



Facoltà di Economia

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Prospettive Macroeconomiche Globali

**La trasformazione economica europea: l'impatto dell'euro
sugli equilibri correnti nazionali.**

RELATORE:

Prof. Gianfranco di Vaio

CANDIDATO:

Flavio Erriu

Matr. 634051

CORRELATORE:

Prof.ssa Gloria Bartoli

Anno Accademico: 2012/2013

INTRODUZIONE -4-

CAPITOLO I LA BILANCIA DEI PAGAMENTI: UN INQUADRAMENTO TEORICO

- 1.1. *Caratteristiche della bilancia dei pagamenti.* -10-
- 1.2. *Le politiche macroeconomiche in condizioni di mercato aperto* -15-
- 1.3. *Il modello IS-LM-BP* -18-
- 1.4. *I meccanismi automatici di riequilibrio* -20-
- 1.5. *L'evoluzione del regime a cambi fissi: i modelli di Krugman e Obstfeld* -24-
- 1.6. *L'evoluzione del commercio internazionale e l'integrazione economica* -27-

CAPITOLO II LA RIORGANIZZAZIONE DEGLI ASSETTI INTERNAZIONALI: ANALISI DELLA STRUTTURA DELLE GLOBAL IMBALANCES

- 2.1. *Global imbalances. Qual è il problema?* -37-
- 2.2. *Il deficit corrente negli Stati Uniti e il caso dei debiti gemelli* -41-
- 2.3. *L'impatto dei mercati emergenti sul deficit statunitense* -45-
- 2.4. *L'evoluzione pre-crisi degli squilibri nelle partite correnti* -53-
- 2.5. *Le determinanti strutturali degli squilibri internazionali* -58-

CAPITOLO III L'IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA SUGLI SQUILIBRI GLOBALI

- 3.1. *L'integrazione finanziaria e il processo di globalizzazione* -70-
- 3.2. *La crisi finanziaria tra squilibri e integrazione* -77-
- 3.3. *La situazione finanziaria globale: l'eccesso di risparmio* -83-
- 3.4. *La sostenibilità corrente degli squilibri globali* -92-
- 3.5. *Prospettive per gli Stati Uniti e le economie emergenti* -98-

Introduzione

La crisi finanziaria globale , esplosa nel 2007 con il collasso di alcuni grandi gruppi bancari statunitensi ed europei, ha provocato profonde incrinature nelle fondamenta della dottrina economica e divergenze inconciliabili tra gli esponenti delle diverse correnti di pensiero.

In una prima fase ,immediatamente successiva all'insorgere delle prime fragilità creditizie, un gruppo di economisti ha sollecitato i governi nazionali, affinché si muovessero nella direzione dell'austerità e del rigore nella gestione del debito pubblico, con l'intento di colmare le falle che si erano aperte nel decennio precedente , all'insegna della dissipatezza delle finanze pubbliche e della concessione spregiudicata di crediti alle imprese e alle famiglie. Sulla base di quest'assunto, le istituzioni internazionali procedettero ad una revisione degli assetti organizzativi e regolamentari ,sia nell'eurozona che negli Stati Uniti, cercando di individuare il *fiscal retrenchment* idoneo per ripristinare la credibilità dei paesi membri dell'unione europea e tutelare la posizione preminente della valuta unica .

Con l'acutizzarsi della crisi emersero rilevanti elementi di squilibrio, i quali avevano poco a che vedere con i gravi deficit di bilancio evidenziati dalle autorità comunitarie: *un'external imbalances*, ovvero la presenza di deficit delle partite correnti e di un deflusso dei capitali a breve termine; si tratta di uno squilibrio fondamentale che richiede un'accurata valutazione e un'attenta e approfondita analisi, ma che , gli organismi di governance europea hanno interpretato come una manifestazione delle relazioni esistenti tra *external imbalance* e *fiscal imbalance*. Questo approccio viene descritto nel rapporto dello European economy advisory group (EEAG 2012)¹: una crescita del debito pubblico e del disavanzo agisce su entrambe le componenti della bilancia dei pagamenti, incrementando le importazioni di beni e danneggiando la credibilità dei titoli di stato. Secondo tale analisi, la crisi dell'eurozona si identifica in una crisi di **due debiti gemelli**², quello estero e quello interno, i quali possono essere

¹ L' EEAG è stato fondato nel 2001; è un gruppo composto da sette economisti di fama internazionale e ha il compito di stilare annualmente un report sull'economia europea, includendo una serie di previsioni sulla crescita e sui fattori che impattano sugli equilibri di bilancio.

² L'espressione "deficit gemelli" esprime la sintesi di due problemi economici correlati, il disavanzo pubblico e il disavanzo delle partite correnti. Secondo Bernanke la teoria dei debiti gemelli si rivela solo parzialmente vera (andamenti discordanti nel periodo 1996-2000 con surplus del bilancio USA). Al contrario per il presidente della FED il deficit delle partite correnti USA è determinata in gran parte dall'accumulo di risparmio globale.

modellati attraverso l'attuazione di strategie di *fiscal retrenchment*, di contenimento dei costi del lavoro e prestando particolare attenzione all'equilibrio tra domanda interna ed esterna di lavoratori.

Il ruolo degli squilibri delle bilance dei pagamenti può essere analizzato anche in un contesto differente, evidenziando il fatto che le relazioni commerciali europee, fin dall'origine dell'area euro, siano state caratterizzate da disequilibri persistenti e eterogenei; i paesi periferici hanno peggiorato disavanzi persistenti alla nascita dell'euro; un secondo gruppo, composto da Italia, Francia e Belgio, ha visto la conversione di avanzi limitati in saldi negativi e infine un terzo gruppo ha incrementato nel corso del tempo i propri surplus (Deutsche Bundesbank 2010).

Nel grafico seguente sono evidenziate le principali variazioni subite dal **saldo di conto corrente** dell' UE-27³, nel periodo precedente e immediatamente successivo al palesarsi della crisi finanziaria :

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EU-27	-35.7	-83.5	-139.6	-125.9	-255.4	-99.5	-95.7
Euro area	60.8	10.8	-12.6	7.4	-143.5	-25.9	-42.2
Belgium	9.3	8.0	5.9	5.4	-5.7	-5.7	5.2
Bulgaria	-1.3	-2.7	-4.6	-7.8	-8.2	-3.1	-0.5
Czech Republic	-4.7	-1.0	-2.4	-5.7	-3.3	-3.4	-4.7
Denmark	5.9	9.0	6.5	3.1	6.8	7.3	13.0
Germany	102.8	112.9	145.0	181.2	154.8	133.7	141.5
Estonia	-1.1	-1.1	-2.1	-2.6	-1.6	0.5	0.5
Ireland	-0.9	-5.7	-6.3	-10.1	-10.2	-4.7	0.8
Greece	-10.7	-14.7	-23.8	-32.6	-34.8	-25.8	-23.0
Spain	-44.2	-66.9	-88.3	-105.3	-104.7	-54.5	-48.4
France	9.0	-8.3	-10.3	-18.9	-33.7	-28.4	-33.7
Italy	-4.6	-12.6	-22.3	-19.9	-45.2	-30.1	-54.1
Cyprus	-0.6	-0.8	-1.0	-1.9	-2.7	-1.8	-1.7
Latvia	-1.4	-1.6	-3.6	-4.7	-3.0	1.6	0.5
Lithuania	-1.4	-1.5	-2.6	-4.1	-4.2	1.2	0.4
Luxembourg	3.3	3.5	3.5	3.8	2.0	2.4	3.1
Hungary	-6.8	-6.4	-6.6	-7.2	-7.7	-0.2	1.1
Malta	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.2
Netherlands	37.5	38.0	50.4	38.4	25.5	24.3	38.6
Austria	5.2	5.3	7.3	9.6	13.8	7.5	8.5
Poland	-10.8	-5.9	-10.4	-19.3	-23.8	-12.1	-16.5
Portugal	-12.4	-15.9	-17.2	-17.1	-21.7	-18.4	-17.2
Romania	-5.1	-6.9	-10.2	-16.8	-16.2	-4.9	-4.9
Slovenia	-0.7	-0.5	-0.8	-1.6	-2.6	-0.5	-0.3
Slovakia	-2.7	-3.3	-3.5	-2.9	-4.0	-1.6	-2.3
Finland	9.4	5.3	7.0	7.7	4.7	3.4	3.3
Sweden	19.1	20.2	26.6	31.2	29.4	20.5	23.0
United Kingdom	-36.9	-47.8	-63.3	-51.3	-24.6	-23.0	-42.9
Iceland	-1.1	-2.2	-3.2	-2.3	-2.8	-1.1	-1.1
Norway	26.5	39.7	46.2	40.1	54.5	35.8	38.7
Croatia	-1.5	-2.0	-2.7	-3.2	-4.4	-2.4	-0.6
Turkey	-11.5	-17.8	-25.6	-27.9	-28.1	-10.0	-35.9
Japan	138.5	133.3	136.0	154.0	105.1	101.6	147.6
United States	-505.4	-602.2	-637.1	-519.7	-460.5	-269.2	-357.0

(1) EU-27, extra EU-27 flows; euro area, extra EA-17 flows; Member States and other countries, flows with the rest of the world.

Source: Eurostat (online data codes: bop_q_eu, bop_q_euro and bop_q_c), ECB

Tabella 1. Saldo del conto corrente con il resto del mondo (2004-2010)

³ Per la compilazione delle statistiche della bilancia dei pagamenti il principale riferimento metodologico è costituito dal quinto manuale della bilancia dei pagamenti (BPM5) del Fondo monetario internazionale (FMI). I dati sono stati estrapolati dalle tabelle Eurostat relative alle statistiche comunitarie inerenti agli scambi internazionali di servizi, alle bilance commerciali e agli investimenti diretti all'estero. Questa serie di standard internazionali è stata sviluppata per tener conto dei rilevanti sviluppi economici, del ruolo della globalizzazione e della crescente complessità dei mercati finanziari.

Sulla base di quest'approccio si può osservare l'importanza del ruolo svolto dall'andamento delle partite correnti; la zona Euro è stata fondata su un equilibrio costituito da afflussi di capitale a breve termine, non sostenibili dopo lo scoppio della crisi, ma è priva di meccanismi atti a compensare gli scostamenti nella struttura del tasso di cambio reale. Infatti nonostante la crescita dei rendimenti all'emissione dei titoli del debito pubblico, il mercato non si è dimostrato disponibile a finanziarne l'incremento nel corso degli anni.

La crisi finanziaria dell' Eurozona nasce da una serie di squilibri reali⁴ (scostamenti delle bilance commerciali) e dalla variazione dei flussi di capitali tra i Paesi interni all'Unione e tra membri dell'area Euro e Paesi esteri, quali Cina e Stati Uniti. Si evince che gli *squilibri interni del bilancio pubblico*, piuttosto che l'elemento dal quale è scaturita la crisi, costituiscano un fenomeno innescato dall'intero meccanismo recessivo; gli **squilibri reali esterni**, i quali indicano la possibilità di un paese di far fronte al pagamento degli interessi sul proprio debito, attivano un meccanismo di incremento degli spread sui titoli di stato stimolando un ulteriore deflusso di capitali. Un continuo contenimento del disavanzo del bilancio pubblico e dell'incremento del costo dei salari rappresenta un ulteriore fattore d'indebolimento della domanda interna, della capacità del paese di far fronte alle obbligazioni contratte mediante l'emissione di titoli e delle solide fondamenta dei paesi in surplus.

Si corre il rischio che il perseguimento di una serie di "politiche dei sacrifici" enfatizzi il fenomeno della crisi, incrementando le conseguenze di una crescita negativa e non sostenibile: disoccupazione, incremento del tasso di mortalità delle imprese e uno stimolo per alcuni paesi ad uscire dall'unione monetaria. Trovano quindi fondamento i timori manifestati da un folto gruppo di economisti, i quali ritengono che non sia possibile uscire dalla spirale della crisi se non s'interviene sulle cause strutturali della stessa, riducendo il divario tra una crescente capacità produttiva del lavoro e un impiego in declino degli stessi lavoratori. Si sta configurando un sistema economico globale, il quale difetta di una struttura interna in grado di assorbire la produzione e il fattore lavoro.

⁴ Questo concetto viene analizzato in una serie di papers scritti negli anni immediatamente successivi al palesarsi della crisi da vari economisti di fama internazionale: Alessandrini et al.2012; Cesaratto 2012, De Grauwe 2011, De Grauwe e Yuemey 2012; Gros 2012. Hanno evidenziato come gli scambi commerciali europei, sin dalla nascita dell'unione, siano stati caratterizzati da persistenti scompensi.

La crisi trova terreno fertile nella zona Euro, dove persistono gravi squilibri strutturali dovuti a un sistema economico liberista tendente ad affidare ai meccanismi di mercato il riequilibrio dei diversi deficit interni all'unione e, a varie politiche economiche restrittive caratterizzanti i paesi con un avanzo della bilancia dei pagamenti. La Germania ha attuato una strategia di contenimento dei salari sulla base della produttività, della funzione di domanda, delle importazioni e della conquista di nuove quote nei mercati esteri con l'obiettivo di incrementare la presenza delle imprese tedesche nei paesi stranieri.

Queste politiche deflazioniste tendono ad accrescere il divario tra i paesi in surplus della bilancia dei pagamenti e i paesi in deficit: i primi, accumulando notevoli avanzi commerciali verso l'estero, spingono i secondi ad un maggior indebitamento attraverso una crescita delle importazioni e una riduzione delle esportazioni nel resto dell'unione⁵.

Gli operatori finanziari ritengono che si andrà verso un'implosione dell'area euro con una forte riduzione dei ricavi derivanti dall'imposizione fiscale e dei profitti delle banche e delle grandi imprese. E' inutile cercare di limare gli effetti della crisi e vincolare la speculazione con accordi di prestito, sottoscritti con le istituzioni comunitarie sulla base dell'approvazione di politiche macroeconomiche restrittive nei paesi che manifestano i maggiori disavanzi. Si abbattano i redditi privati, la propensione al risparmio, innescando una spirale negativa, la quale sfocia nell'impossibilità di rimborsare i prestiti da parte dei soggetti pubblici e privati.

Un gruppo di economisti, tra i quali spiccano Marcello de Cecco, Paul de Grauwe, André Grjebine e Francesco Saraceno, ha pubblicato una lettera sul Times (gennaio 2012), nella quale vengono indicati gli elementi che hanno influenzato l'evoluzione della crisi finanziaria, a loro volta oggetto di profonde modifiche nel corso del tempo. Gli autori hanno rivolto un appello ai leader europei affinché abbandonino "un'ortodossia nociva" e adottino "politiche pragmatiche basate sull'evidenza". Propongono una strategia che dia luogo a una serie di riforme strutturali con l'unico obiettivo di ridurre il debito dei paesi in disavanzo, risolvere gli squilibri esterni e risollevarne le sorti di milioni di lavoratori presenti sul territorio europeo. Secondo il

⁵ La crescita del disavanzo delle partite correnti ha determinato il sudden stop dei prestiti in valuta estera a breve termine (Becker e Noone 2008) e un disavanzo del conto capitale della bilancia dei pagamenti. Si tratta di un fenomeno presente nell'economia europea, noto con il nome di "Curva di Laffer dei rendimenti rischiosi"; si ha un incremento dei tassi d'interesse nazionali per incrementare l'afflusso di capitali per bilanciare il disavanzo delle partite correnti, producendo tuttavia il fenomeno paradossale della fuoriuscita di capitali.

gruppo di De Grauwe , l'accordo sottoscritto a Bruxelles⁶ il 9 dicembre 2011 non segue pedissequamente i punti precedentemente indicati ma si focalizza sul rigore di bilancio e sulla "golden rule" fiscale. Tali discipline scaturiscono dalla convinzione errata che i problemi comunitari derivino dal comportamento irresponsabile dei paesi periferici gravati da un forte disavanzo della bilancia dei pagamenti.

La Banca centrale europea, non assumendosi l'onere di svolgere le funzioni di prestatore di ultima istanza nei confronti degli stati europei, elimina una protezione fondamentale per i paesi dell'unione maggiormente sottoposti agli attacchi speculativi. Secondo De Grauwe, enfatizzare il deficit e il debito pubblico e contestualmente sottovalutare le bilance delle partite correnti, condurrebbe all'implosione degli equilibri macroeconomici, incrementando il livello d'indebitamento e conducendo al blocco improvviso dei flussi creditizi. La lettera pubblicata sul Financial Times⁷ focalizza la propria attenzione sulla necessità di procedere ad un aggiustamento degli squilibri tra paesi in surplus e paesi in deficit; sarebbe necessario procedere ad un'espansione della domanda nei paesi in avanzo per contrastare l'effettiva riduzione nei paesi in deficit, al fine di sostenere la domanda aggregata e la ripresa dell'intera comunità.

Quest'elaborato ha l'intento di fornire una visione complessiva e prospettica dell'evoluzione degli squilibri delle bilance commerciali a livello globale, approfondendo le procedure di tutela finanziaria attuate a livello europeo. Verranno analizzati i differenti passaggi evolutivi della crisi economico-finanziaria e l'impatto che essa ha esercitato sui disequilibri commerciali dei paesi membri dell'Unione . Nella prima parte del lavoro si farà riferimento ai modelli macroeconomici realizzati nel corso degli ultimi anni , i quali hanno presentato una serie di considerazioni afferenti la sfera delle bilance commerciali, focalizzando la propria attenzione sui cambiamenti e sugli squilibri verificatisi nel corso del tempo tra paesi in avanzo delle partite correnti e paesi in deficit.

⁶ In occasione del Consiglio europeo che si è tenuto l'8-9 dicembre 2011, 26 membri su 27 hanno sottoscritto un accordo intergovernativo per una maggiore integrazione e convergenza. Il nuovo trattato dovrebbe garantire il rispetto delle nuove norme elaborate in tema di debito e disavanzo; è stata introdotta una norma che imponga l'obbligo del pareggio di bilancio a livello costituzionale e l'entrata in vigore di un meccanismo europeo di stabilità.

⁷ Nel 2012 il Financial Times ha pubblicato una lettera ("Fixing trade imbalances is only way to avoid eurozone implosion"), sottoscritta da un gruppo di economisti, nella quale viene criticata l'esclusiva concentrazione sul pareggio di bilancio per il salvataggio della zona Euro. Indicano nella correzione delle bilance commerciali la sola soluzione per prevenire l'implosione dell'intero sistema.

Nella seconda parte si procederà all'analisi econometrica dei cambiamenti negli equilibri delle bilance commerciali nei paesi dell'area Euro nel corso dell'ultimo decennio: si partirà con la valutazione delle serie storiche inerenti le bilance delle partite correnti nel periodo antecedente la crisi del 2007, proseguendo con la valutazione degli effetti della crisi sugli squilibri generati tra paesi in surplus e paesi in deficit all'interno dell'unione. Seguirà infine un'analisi prospettica dei cambiamenti negli equilibri commerciali, conseguenti all'attuazione delle misure straordinarie in materia di debito e disavanzo, proposte dalle autorità comunitarie, per arginare il fenomeno della recessione globale.

Abbiamo un sistema comunitario caratterizzato da profonde manovre restrittive di politica fiscale, ma che sottovaluta la connessione tra andamento delle partite correnti, tassi d'interesse e flussi di capitale. Fino alla crisi finanziaria del 2008 l'adesione all'unione monetaria costituiva una garanzia per il rimborso del debito pubblico e la tutela dei disequilibri delle partite correnti. La crisi ha condotta i governi verso un processo di nazionalizzazione dell'area Euro attraverso una serie di politiche errate di fiscal retrenchment e svalutazione, con un impatto recessivo sul pagamento degli interessi debitori e sulla domanda interna, senza tuttavia trattare il vero problema dell'unione monetaria ovvero *l'external imbalance* dei disavanzi correnti e dei flussi di capitali.

Riassunto

L'analisi della crisi europea, correlata agli squilibri della bilancia delle partite correnti, ha esercitato un'influenza dominante sullo scenario economico internazionale. Come si può relazionare la sfera delle problematiche economico-finanziarie globali alla struttura della bilancia dei pagamenti?

La causa della crisi può essere individuata nell'accesso agevolato ai mercati finanziari e a tassi d'interesse più bassi per un certo numero di paesi periferici dell'unione monetaria. Un incremento delle spese delle famiglie, finanziato mediante credito immobiliare e al consumo, ha comportato una crescita sia della domanda interna che dei salari nominali; un conseguente aumento dei tassi d'inflazione ha avuto come conseguenza un abbassamento dei tassi d'interesse reali, contribuendo ulteriormente all'espansione della domanda interna. Questi eventi hanno provocato un'evoluzione dell'indebitamento estero e un arresto dei flussi di capitale (*sudden stop*), non particolarmente differenti da quelli che hanno avuto luogo nei paesi in via di sviluppo, i quali si sono conclusi con differenti processi di default sovrani.

La bilancia dei pagamenti è suddivisa in sezioni a seconda della natura delle transazioni di quel determinato paese; sulla base della normativa attuale la bilancia presenta una classificazione ramificata in tre sezioni:

- **Partite correnti**: registrano le transazioni reali ovvero il trasferimento di servizi e merci in cambio di un corrispettivo finanziario; contengono inoltre il trasferimento di beni e servizi in cambio di altre merci e servizi, il trasferimento unilaterale di merci e servizi (donazioni) oltre ad una parte dei trasferimenti finanziari unilaterali.
- **Conto capitale**: contiene le altre transazioni unilaterali di uno strumento finanziario ovvero i trasferimenti unilaterali in conto capitale e una minima parte dei trasferimenti di uno strumento finanziario in cambio di un corrispettivo quali i trasferimenti di attività immateriali (brevetti, licenze);

- **Conto finanziario**: indica tutte le altre transazioni finanziarie non unilaterali, le quali secondo le precedenti disposizioni erano contenute nel conto capitale.

Da un punto di vista contabile nella bilancia dei pagamenti si registrano a credito tutte le operazioni finanziarie che danno luogo ad un trasferimento o un pagamento da parte del **resto del mondo** (offerta di valuta estera) e a debito tutte le operazioni che richiedono un trasferimento di capitali verso il resto del mondo (domanda di valuta estera)⁸. Nel primo caso diventano oggetto di contabilizzazione le esportazioni di merci, servizi e redditi, i doni da parte di soggetti non residenti e le transazioni finanziarie che si riflettono in un aumento dell'indebitamento netto del paese (aumento delle passività o riduzione delle attività finanziarie sull'estero). Nel secondo caso si fa riferimento alle importazioni di beni, servizi e redditi, i doni da parte dei soggetti residenti e le transazioni che determinano una riduzione del debito netto del paese (ovvero una diminuzione delle passività o un aumento delle attività finanziarie sull'estero). Invece ogni **deflusso di capitali** viene contabilizzato a debito nella bilancia dei pagamenti e si riflette in una riduzione dell'indebitamento netto associato a un pagamento effettuato verso un paese straniero per l'acquisto di un'attività finanziaria.

Mentre la sezione delle partite correnti registra flussi puri ovvero acquisti di merci e trasferimenti di reddito, le strutture del conto finanziario e del conto capitale individuano variazioni di stock (cambiamenti nel livello dell'indebitamento netto). All'interno delle partite correnti possiamo identificare la **bilancia dei redditi**, tra i quali trovano una collocazione l'accredito dei rendimenti dei fattori produttivi impiegati all'estero e l'addebito dei fattori esteri utilizzati nel paese di riferimento. Il saldo di questa sezione è definito **redditi netti dall'estero**.

L'ultima frazione delle partite correnti è costituita dai **trasferimenti unilaterali correnti**, che possono avere natura reale (donazioni) o finanziaria (si è soliti fare riferimento alle rimesse degli emigrati) e possono essere generati da soggetti privati e pubblici (contributi di parte corrente dell'UE ai paesi membri). E' necessario effettuare un ulteriore approfondimento per quanto concerne la terza sezione della BP ovvero il

⁸ In riferimento alla situazione contabile italiana nei primi anni duemila, in contrapposizione a entrate di valuta estera concernenti la bilancia corrente per 410.000 milioni di euro e a trasferimenti in conto capitale per un importo di 2.000 milioni di euro, le entrate in valuta estera legate ad investimenti esteri in Italia e a disinvestimenti italiani all'estero ammontavano a 5.000.000 di euro di cui oltre il 90% costituito da investimenti di portafoglio.

conto finanziario, nel quale sono indicati i principali movimenti di capitale suddivisi in quattro tipologie:⁹

- ***Investimenti diretti***: sono rappresentati da tutti gli investimenti volti alla costituzione di un'impresa o all'acquisizione del controllo in una società attiva sul mercato. Nel caso in cui un soggetto residente decida di effettuare un investimento diretto all'estero ci si troverà di fronte a un deflusso di capitali ovvero ad una registrazione a debito; viceversa quando si verificano acquisizioni o costituzioni di società da parte di un soggetto straniero nel *reporting country*.
- ***Investimenti di portafoglio***: contiene le transazioni fra residenti e soggetti non residenti aventi ad oggetto titoli obbligazionari e quote di partecipazione al capitale di determinate società.
- ***Altri investimenti***: registrano i prestiti non obbligazionari ,tra i quali rientrano i prestiti bancari, il capitale circolante e altre categorie residuali.
- ***Derivati finanziari***: definiscono tutte le operazioni concernenti il trasferimento di prodotti finanziari derivati (options, futures, warrant).

L'ultima sezione della bilancia dei pagamenti è costituita dalle ***variazioni delle riserve ufficiali*** , le quali possono essere analizzate considerando ciò che si verifica nel mercato delle merci: gli esportatori ricevono valuta estera in cambio di merci o servizi; tuttavia non potendo impiegare quest'unità monetaria nel paese di riferimento devono rivolgersi ai mercati valutari per farla convertire in valuta nazionale dando luogo ad una domanda di valuta nazionale; gli importatori invece incrementano la domanda di valuta estera per pagare i beni acquistati altrove, originando un'offerta di valuta nazionale. Se il paese di riferimento esporta più merci di quante ne vengano effettivamente importate si realizzerà quella condizione definita di ***surplus commerciale*** con un conseguente incremento della domanda di valuta locale; questo eccesso di domanda comporta un

⁹ G30, '*Financial Reform: A Framework for Financial Stability*'. Report of the Working Group on Financial Reform, Washington, DC, 2009.

apprezzamento del cambio con una conseguente perdita di competitività, in quanto un aumento dei prezzi interni comporta un costo maggiore per gli importatori stranieri e quindi una riduzione delle esportazioni nette e un riequilibrio della bilancia commerciale. Il surplus corrente comporta un incremento dell'offerta di moneta nel paese di riferimento, dato che gli esportatori cedono valuta estera in cambio di valuta nazionale, incrementando la massa monetaria interna. Tale logica viene applicata ai saldi del conto capitale e finanziario con l'unica differenza che nel caso dei capitali il deflusso comporta un incremento nella domanda di valuta estera, mentre per quanto concerne l'importazione si verifica una domanda di valuta nazionale.

Le **riserve valutarie** forniscono gli strumenti monetari necessari alle autorità internazionali per poter fronteggiare gli squilibri di liquidità fra i diversi paesi membri della comunità economica. Nel caso in cui si persegua una posizione di surplus (eccesso di domanda di valuta nazionale), le autorità monetarie possono decidere di assorbire quest'eccesso attraverso la cessione nel mercato valutario di moneta nazionale in cambio di valuta estera, determinando una crescita delle riserve di valuta straniera del paese, la quale viene addebitata alla voce "variazione delle riserve" nel conto finanziario. Quando si realizza una posizione deficitaria, le autorità monetarie possono operare mediante una cessione di valuta estera con corrispettivo in valuta nazionale; si avrà una riduzione delle riserve e un conseguente aumento dell'indebitamento netto che verrà registrato a credito nella voce "**variazione delle riserve**".¹⁰ Dato che il saldo delle partite correnti e le attività nette sull'estero a livello globale devono annullarsi per poter perseguire l'equilibrio, vi saranno alcune nazioni caratterizzate da una posizione creditrice e altre che di conseguenza manterranno una posizione finanziaria netta negativa. Questi squilibri hanno raggiunto livelli senza precedenti nel periodo antecedente la crisi finanziaria del 2007 e indicano la possibilità per le economie mondiali d'incorrere in un grosso rischio, nel caso in cui non si riesca a controllare i fattori endogeni ed esogeni che hanno determinato l'insorgere della crisi.

¹⁰ Per approfondimenti si veda:

Bagliano F.- Marotta G., **Economia monetaria**, Il Mulino, (1999).

Banca d'Italia, Tematiche istituzionali. I conti finanziari dell'Italia, (2002).

Krugman P., **A model of balance of payments crisis**, in journal of money credit and banking, vol.11,(1979).

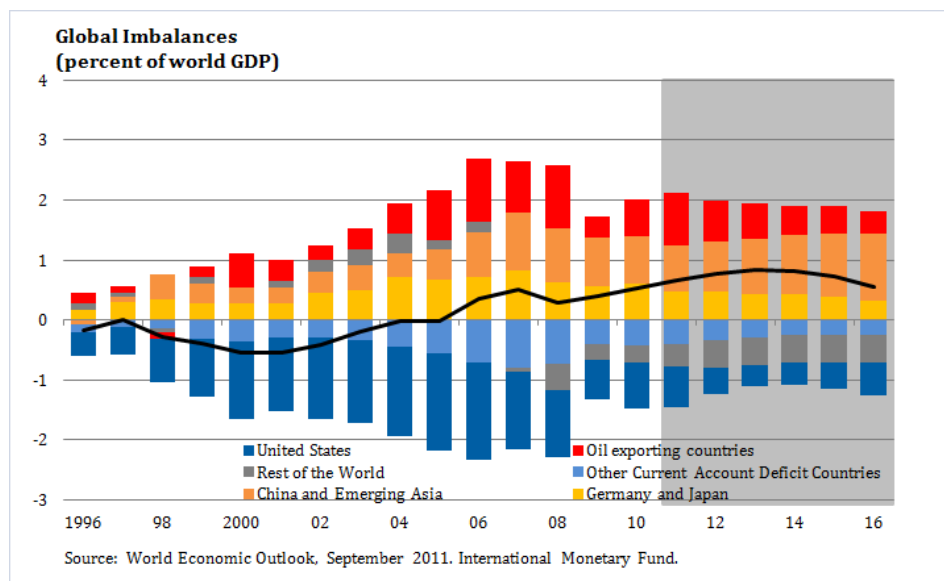


Grafico 2.6: Le global imbalances (in percentuale del PIL)

fonte: outlook economico mondiale del FMI: "Mild slowdown of the global expansion" (giugno 2011)

Gli squilibri a livello mondiale si manifestarono la prima volta durante la prima fase della globalizzazione finanziaria (1870-1914), quando i flussi di capitali si spostarono massicciamente dai principali paesi dell'Europa occidentale agli Stati americani e asiatici, territorio di forti migrazioni. I principali surplus delle partite correnti gestiti da Gran Bretagna, Germania, Francia e Olanda, ammontavano al 9% del PIL, mentre nei paesi destinatari dei flussi finanziari, il disavanzo era superiore al 5%. Il processo di aggiustamento di questi disequilibri faceva capo al meccanismo di gestione dei prezzi definito "*gold standard classico*", con l'unica eccezione per la crisi di Barings nel 1890. In seguito alla prima guerra mondiale, nel 1926¹¹, i principali paesi nello scenario economico internazionale, dopo essere tornati ad un regime di gold standard, il quale prevedeva il possesso di riserve di valuta in dollari, sterline e franchi, dovettero affrontare una serie di difetti nei meccanismi d'aggiustamento delle global imbalances, che avevano provocato una perdita di credibilità nel sistema internazionale. Il crollo ebbe inizio in seguito al 1929: vi furono una serie di attacchi speculativi successivamente al perseguimento di politiche espansive per alleviare gli effetti della *Grande Depressione* e molti paesi abbandonarono il regime di gold standard mentre gli Stati Uniti lo adottarono fino al 1933. Dopo la seconda guerra mondiale con l'adozione

¹¹ Si diffuse la tesi che il collasso del sistema di gold standard fosse legato allo scoppio della prima guerra mondiale, un fenomeno politico esogeno, piuttosto che all'insostenibilità del metodo finanziario. Il gold standard fu testimone di diversi default parziali, come nel caso della Russia.

del piano di Bretton Woods, gli USA conseguirono ingenti riserve di oro, divenendo il punto di riferimento per le transazioni a livello globale.

In seguito alla fine del sistema di BW¹² l'introduzione di politiche monetarie volte a invertire gli squilibri internazionali hanno stimolato la crescita dei flussi di capitali, provocando l'accumulo di grandi riserve in valuta straniera e l'apprezzamento del tasso di cambio. La rivalutazione del tasso agevola il conseguimento di un ulteriore rendimento rispetto al differenziale positivo nel tasso d'interesse, sotto forma di un guadagno in valuta nazionale per gli investitori stranieri. L'intento di limitare l'impatto dei flussi di capitale attraverso un processo di sterilizzazione provoca un aumento dei tassi interni, facendo salire il costo del debito pubblico e determinando un rafforzamento del deterioramento dei conti esteri. In sintesi la dimensione del deficit di un paese si basa sulla convinzione degli investitori esteri che uno Stato continui ad incrementare la propria posizione debitoria attraendo nuovi capitali. Questo assunto venne utilizzato per spiegare il processo di crescita del rendimento delle attività americane, nonostante il deterioramento del saldo corrente statunitense e l'equilibrio fiscale presenti durante l'amministrazione Reagan. In questo scenario nel quale si palesavano forti aspettative da parte degli investitori internazionali, il ruolo del FMI venne ridimensionato, in quanto non era in grado di far fronte agli squilibri globali, ma si limitava a rimpiazzare i flussi di capitali privati quando gli investitori istituzionali ritenevano di non poter maturare ulteriori profitti dall'incremento degli squilibri.

Se un paese volesse evitare le rigide conseguenze del processo di aggiustamento imposto dalle autorità monetarie, dovrebbe provvedere alla realizzazione di un surplus estero e accumulare riserve valutarie di grandi dimensioni. Questo meccanismo si è verificato in seguito al crollo dei mercati emergenti durante la crisi russo-asiatica del 1997-98: i processi seguiti potevano consentire il raggiungimento di determinati risultati solamente nel caso in cui vi fosse stato un aumento del deficit statunitense. Nel corso degli anni le posizioni finanziarie estere hanno assunto dimensioni maggiori sia in termini lordi che netti ed è stato possibile evidenziare un grado di mobilità dei capitali superiore rispetto al trend degli ultimi decenni. Tali squilibri possono essere confrontati solamente con quelli individuati nel periodo precedente alla prima guerra mondiale.

¹² La fine del sistema di Bretton Woods è coincisa con la conclusione di un periodo di aggiustamenti disordinati, durante il quale non si è verificato un peggioramento nel saldo corrente degli USA. Dooley, Garber and Folkerts-Landau, *An essay on the revived Bretton Woods system*, NBER Working Paper No 9971, 2003.

Sono mutati anche i soggetti principali: coloro, i quali costituivano attori marginali nello scenario economico mondiale, sono diventati protagonisti assoluti nei mercati internazionali in seguito al processo di liberalizzazione economica, lo sviluppo di nuove tecnologie e l'implementazione di catene globali di produzione. Inoltre l'espansione a bassa volatilità dei mercati finanziari ha generato una maggiore globalizzazione rafforzando i legami tra le diverse economie. **L'eccesso di risparmio** ha contribuito ad abbassare i rendimenti dei titoli del tesoro attraverso gli acquisti esteri¹³; la riduzione dei tassi d'interesse, oltre all'attuazione di politiche monetarie accomodanti ed espansive, ha contribuito alla crescita della leva finanziaria nelle economie più sviluppate e alla creazione della bolla del mercato immobiliare negli USA, grazie alla concessione del credito agevolato a un gran numero di privati.

La presenza di squilibri finanziari globali persistenti non costituisce necessariamente il preambolo di una crisi mondiale. Spesso può essere la conseguenza di un processo d'integrazione finanziaria tra paesi che differiscono profondamente nelle strutture istituzionali e di mercato. Oltre alla valutazione delle conseguenze dell'impatto della globalizzazione sul sistema finanziario, il meccanismo di liberalizzazione comporta un miglioramento nel benessere dei paesi economicamente più avanzati e perdite negli altri Stati; i primi sono in grado di raccogliere ingenti quantità di passività estere nel corso del tempo. Tale analisi si basa su tre assunti rilevanti:

- Lo spessore finanziario eterogeneo tra i differenti paesi industrializzati;
- Il declino continuo degli Stati Uniti per quanto concerne la posizione finanziaria estera netta, accompagnata da un processo di liberalizzazione dei mercati internazionali;
- Il livello delle esportazioni nette e della bilancia delle partite correnti sono correlati negativamente con gli indicatori di sviluppo finanziario.

Negli ultimi anni le passività finanziarie nette statunitensi sono aumentate considerevolmente superando la soglia del 15% del prodotto interno lordo mondiale;

¹³ Il deprezzamento della valuta americana ha comportato un innalzamento nel valore delle attività statunitensi detenute all'estero, superando la soglia degli 821 miliardi di dollari, mentre la variazione nei prezzi ha contribuito per 400 miliardi di dollari nella crescita dello stock di assets posseduti dai paesi stranieri.

Si è spesso sostenuto che l'afflusso di risparmio estero, in eccesso rispetto all'ammontare richiesto per far fronte al finanziamento del disavanzo corrente americano, fosse legato all'espatrio di investimenti americani (2005).

inoltre la composizione del portafoglio estero americano è variata nel corso degli anni: le passività nette estere hanno raggiunto un terzo del PIL mentre il portafoglio azionario ha superato la soglia del 10% .

Questi squilibri hanno provocato accesi dibattiti a livello istituzionale: da un lato vi sono coloro i quali ritengono che, a meno di politiche efficaci, gli squilibri genereranno tempeste finanziarie e in alcuni casi provocheranno una crisi¹⁴; altri ritengono che le global imbalances rappresentino una conseguenza naturale di un susseguirsi di eventi quali le differenze nella crescita produttiva , i processi demografici, un eccesso di risparmio globale e le fluttuazioni nel ciclo aziendale¹⁵ .

Persistenti global imbalances e la ripartizione della ricchezza tra i differenti portafogli sono una conseguenza dell'integrazione finanziaria tra nazioni che presentano una forte eterogeneità nei mercati interni; inoltre il perseguimento di politiche comunitarie volte ad agevolare i meccanismi d'incontro favorisce l'allocazione efficiente delle risorse e la condivisione del rischio tra i diversi paesi.

In un modello che descriva il processo d'integrazione, gli Stati con una differente organizzazione dei mercati finanziari perseguono investimenti esteri diversificati : i paesi con caratteristiche simili a quelle degli Stati Uniti, investono in attività estere rischiose e finanziano gli investimenti con il debito, con la conseguenza che il saldo netto del portafoglio composto da attività straniere, è caratterizzato da una posizione negativa in titoli obbligazionari e da una quota negativa di attività rischiose.

¹⁴Questa tesi è stata presentata in numerosi working papers:

Summers, Lawrence H. , **"The US Current Account Deficit and the Global Economy"**, Per Jacobson Lecture (2004).

Obstfeld & Rogoff, **"The Unsustainable US Current Account Position Revisited"**, NBER Working Paper No. 10869, (2004).

Roubini & Setser, **"Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006"**, Unpublished manuscript, New York University and Oxford University, (2005).

Blanchard, Giavazzi & Sa, **"The U.S. Current Account and the Dollar"**, NBER Working Paper No. 11137, (2005).

¹⁵ Bernanke, **"The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit"**. Speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, (2005).

Gourinchas and Rey, **"From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege"**, NBER Working Paper No. 11563, (2005).

Hausmann & Sturzenegger, **"U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?"**, Center for International Development, Harvard University, Working Paper No. 124, (2005).

Caballero, Farhi & Gourinchas, **"An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates"**. NBER Working Paper No. 11996, (2006).

Il processo d'integrazione finanziaria consente a tutti i paesi di accedere ai mercati internazionali: gli Stati compresi nel secondo gruppo, possono investire nei mercati presenti nelle nazioni del primo gruppo, le quali sono caratterizzate da tassi di rendimento più elevati. Questa distribuzione spinge i soggetti presenti nei paesi del secondo gruppo a incrementare i propri risparmi; tuttavia dato che tali risparmi non vengono investiti nei mercati interni, i tassi d'interesse presenti nei paesi del primo gruppo tenderanno ad abbassarsi, consentendo a quest'ultimi di emettere titoli ad un costo inferiore.

In questo modello il processo d'integrazione può contribuire a danneggiare i mercati finanziari presenti nei paesi meno sviluppati, i quali riducono i risparmi e accumulano ingenti stock di passività finanziarie estere nette. Anche l'eterogeneità economica determina una riallocazione delle risorse a disposizione per la composizione del proprio portafoglio di attività estere. Persistenti global imbalances presuppongono che gli squilibri siano correlati con la **condizione di solvibilità**: la posizione finanziaria estera netta negativa degli Stati Uniti è sostenibile e non conduce ad una grave crisi finanziaria.

La combinazione tra il processo d'integrazione finanziaria e le imperfezioni presenti nei mercati dei paesi emergenti in fase di espansione, esercita un'influenza dominante sul volume e sulla direzione dei flussi di capitale a livello globale. L'insieme degli elementi ciclici e strutturali consente di delineare uno scenario chiaro e soddisfacente delle forze motrici degli squilibri mondiali e permette di valutare l'adeguatezza delle politiche fiscali e monetarie. L'aumento dei flussi di capitale in uscita dai paesi emergenti asiatici e la crescita dei disavanzi correnti nei paesi industrializzati, abbinati al meccanismo d'integrazione finanziaria, mettono in relazione le istituzioni, il processo di globalizzazione in fase di completamento e gli squilibri interni ed esterni. In questo scenario s'inserisce il cosiddetto "**puzzle di Lucas**"¹⁶: secondo questo modello economico, i paesi caratterizzati da bassi tassi di capitale e lavoro presentano maggiori rendimenti interni, costituendo valide opportunità d'investimento per i paesi industrializzati. Negli anni precedenti alla crisi il reddito medio pro-capite dei paesi esportatori di capitali ha seguito un trend al ribasso, bilanciato dal un livello crescente nei redditi dei paesi caratterizzati da un disavanzo corrente. Tuttavia l'allocazione dei

¹⁶ Lucas, R., *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?*, American Economic Review, Vol. 80, No 2 (May), 1990.

capitali nei paesi emergenti denota delle incongruenze con il modello neoclassico: il rapporto medio dei flussi di capitale netti rispetto al PIL, nel periodo intercorso tra il 1980 e il 2006, è correlato negativamente con il tasso degli investimenti rispetto allo stesso prodotto interno lordo. Se il livello degli investimenti e dei flussi di capitale fosse sostenuto da una variazione nel valore del *rendimento "risk-adjusted"*, i paesi che sostengono maggiori investimenti dovrebbero ricevere un volume superiore di capitali¹⁷. Invece il livello degli investimenti diretti esteri è maggiormente correlato con tale modello, a causa del fatto che i flussi di capitale tra paesi sviluppati e in fase di sviluppo sono sostenuti dall'accumulo di riserve valutarie e da aiuti ricevuti dalle autorità mondiali.

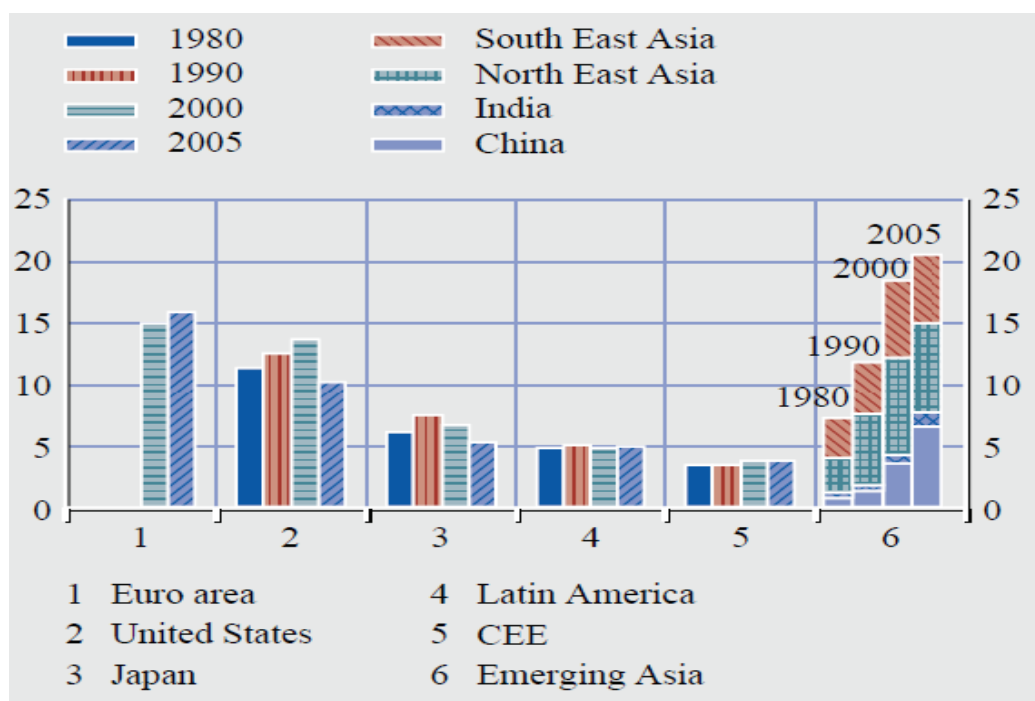


Grafico 3.1: livello delle esportazioni espresso in percent. dei valori globali(1980-2006)

fonte: outlook economico del FMI: *“Financial systems and economic cycles”*.
(settembre 2006)

La configurazione dei flussi di capitale avviene in uno scenario complesso, nel quale interagiscono *l'integrazione finanziaria* mondiale e un processo incompleto di *globalizzazione* riguardante il ruolo delle autorità internazionali. L'interazione tra

¹⁷ Gli studi di Prasad, Rajan, and Subramanian trattati nel working paper: *“Modernizing China's Growth Paradigm”*, IMF Policy Discussion Paper 06/3, Research Department, Washington D.C.,(2006), hanno evidenziato che i paesi in via di sviluppo, i quali hanno sfruttato l'afflusso di finanza estera, non sono cresciuti più rapidamente degli Stati caratterizzati da deflussi netti di capitali. Se i flussi verso i paesi emergenti erano spinti da una fluttuazione del rendimento del capitale, gli Stati con flussi più ampi dovrebbero sperimentare maggiori tassi di crescita.

questi elementi ha evidenziato le imperfezioni presenti nei mercati finanziari, le quali impattano sui volumi e sulla direzione dei flussi migratori di capitali, comportando divergenze nelle caratteristiche del risparmio domestico, tra i paesi caratterizzati da un basso livello di sviluppo finanziario e le economie efficienti, che possiedono sistemi assicurativi in grado di tutelare il mercato da rischi futuri.

Il processo d'integrazione finanziaria ha stimolato l'apertura delle frontiere commerciali sia nei paesi industrializzati che in quelli emergenti; nel 1970 il livello delle importazioni e delle esportazioni ammontava al 25% del PIL nei paesi sviluppati, salendo al 40% nei primi anni del nuovo millennio. Le economie emergenti sono state caratterizzate da una crescita esplosiva delle esportazioni e importazioni, raggiungendo il 60% del PIL. Per quanto concerne il livello dei flussi di capitale hanno perseguito un rapido trend crescente: la somma di attività e passività estere (indicatore dell'apertura finanziaria) nei paesi industrializzati ha raggiunto valori superiori al 120% del PIL (2005), mentre è raddoppiato nelle economie emergenti raggiungendo il 40% del prodotto interno lordo¹⁸.

In questo scenario assume un ruolo di primaria importanza il tasso di cambio euro-dollaro, essenziale nella determinazione dei rendimenti maturati dagli investitori europei sulle attività estere. Sussiste una stretta correlazione tra i redditi denominati in euro derivanti da investimenti in portafogli esteri e la somma dei redditi, espressi in valuta americana, collegati ai portafogli azionari statunitensi, dovuta al tasso di apprezzamento euro-dollaro, il quale riflette l'ammontare delle partecipazioni europee nelle imprese statunitensi. Un apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro comporta una riduzione della competitività degli esportatori europei rispetto alle imprese statunitensi nei mercati internazionali, mentre un'interruzione nella crescita americana avrebbe comportato una riduzione della domanda di esportazioni europee.¹⁹ Inoltre un abbassamento nel valore delle attività statunitensi e del dollaro avrebbe ripercussioni negative sul valore degli investimenti europei negli USA. L'impatto di una contrazione della produzione interna verrebbe compensato da un incremento nel livello della domanda interna ed estera proveniente da altre parti del mondo. Tra le misure preferibili si dibatte sulla necessità di indebolire l'euro nei confronti delle valute asiatiche, le quali

¹⁸ Outlook economico mondiale del FMI: *"Globalization and inequality"*, (2007).

¹⁹ de Mello, L. and P.C. Padoan, *"Promoting Potential Growth: The Role of Structural Reform"*, paper prepared for the G20 workshop on a "Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth", 7-9 maggio 2010, Toronto.

costituiscono dei fattori fondamentali all'interno del processo di aggiustamento. Un ulteriore parametro di valutazione dell'impatto di una correzione degli squilibri interni è dovuto all'eterogeneità della struttura economico-finanziaria europea, correlata alle differenze nei flussi commerciali, alle varie esposizioni all'andamento del dollaro e ai gap tra le diverse posizioni estere. Il commercio comunitario costituisce la quota maggiore delle transazioni complessive per i paesi europei seguito dagli scambi diretti con USA e paesi emergenti asiatici, i quali assumono la stessa importanza nelle partnership commerciali con l'area-Euro.²⁰

I tassi di cambio tra la valuta di un dato paese e l'unità monetaria presente nelle nazioni concorrenti sono definiti sulla base dell'ammontare complessivo dei competitors in ogni mercato e sulla base delle quote detenute nelle attività di un determinato paese. Gli Stati Uniti possiedono un elevato peso commerciale per l'Irlanda e la Gran Bretagna, mentre è inferiore al 10% nei restanti paesi europei.²¹ Un altro parametro di valutazione dell'eterogeneità dell'UE è costituito dal livello elevato di attività e passività transfrontaliere rispetto ai decenni precedenti. Le fluttuazioni nei tassi di rendimento sulle attività estere e nei tassi corrisposti sulle passività straniere costituiscono una fonte essenziale per la realizzazione di maggiori profitti interni. All'interno dell'area Euro il livello dell'esposizione rispetto al dollaro è limitato per la maggior parte dei paesi. Un primo gruppo costituito da Austria, Finlandia, Grecia, Italia e Portogallo possiede un basso tasso d'esposizione alla valuta statunitense, un secondo gruppo costituito da Belgio, Francia e Germania detengono un livello intermedio, infine Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi possiedono un elevato livello d'esposizione.²² Un improvviso e duraturo deprezzamento del dollaro superiore al 20% nei confronti dell'euro comporterebbe una perdita di capitali in tutti i paesi dell'UE, evidenziata nelle posizioni in investimenti diretti esteri, portafogli azionari e obbligazionari, superiore al 2% del prodotto interno lordo e compensato da un incremento del valore dell'esposizione bancaria nei confronti della stessa valuta americana. L'implementazione di un processo d'aggiustamento, il quale determini un rallentamento della crescita e un aumento dei tassi d'interesse, avrebbe effetti negativi

²⁰ Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, *"Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?"* forthcoming in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edito da Richard Clarida (Chicago: Chicago University Press for NBER), 2007.

²¹ Campbell, John, Karine Serfaty-de Medeiros, and Luis Viceira, *"Global Currency Hedging,"* mimeo, Harvard University, 2006.

²² European Commission, *"Quarterly Report on the Euro Area,"* DGEFIN, IV/2006.

sul patrimonio globale e sui prezzi delle attività statunitensi, dato che lo shock comporterebbe una variazione nelle preferenze degli investitori.

Le dinamiche delle variazioni nelle posizioni esterne nette possono essere descritte attraverso la seguente formulazione:²³

$$B_t - B_{t-1} = CA_t + KG_t + E_t$$

Dove $B_t - B_{t-1}$ definisce il saldo della posizione finanziaria estera netta, CA_t individua l'equilibrio corrente, KG_t il capital gain e il termine E_t comprende i fattori riguardanti il saldo del bilancio del conto capitale. Il saldo corrente comprende la sommatoria della bilancia dei beni, servizi e i trasferimenti correnti $BGST_t$ e il saldo dei redditi netti da investimento $i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1}$, dove A e L sono le attività e le passività estere. Considerando queste ulteriori specificazioni l'equazione di regressione può essere espressa nel seguente modo:

$$b_t - b_{t-1} \equiv bgst_t + \frac{i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1}}{Y_t} + \frac{KG_t}{Y_t} - \frac{g_t + \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1} + \varepsilon_t$$

Dove Y_t individua il prodotto interno lordo pro-capite, g_t il tasso di crescita reale del PIL e π il tasso d'inflazione. Attraverso questa formulazione è possibile valutare l'impatto delle principali variabili esplicative sul saldo della bilancia commerciale e sul trend delle attività nette estere. L'analisi econometrica effettuata attraverso il software Stata, in riferimento al periodo intercorso tra il 1981 e il 1998, evidenzia un impatto positivo delle diverse componenti delle current account a livello comunitario sul livello delle attività nette estere (**coefficiente della regressione= 0.9426**), mentre emerge un rapporto negativo tra la nostra variabile dipendente e la variabile esplicativa rappresentata dagli investimenti netti diretti esteri (**coefficiente = -0.093**). Nella fase successiva all'introduzione dell'euro, in seguito a un biennio positivo per i dieci paesi membri dell'Unione monetaria, emerge una riduzione del rapporto positivo tra le attività

²³ Il modello OLS (ordinary least square) è il metodo di stima più diffuso negli ambienti econometrici. Attraverso il modello di regressione lineare è possibile spiegare la relazione tra una variabile dipendente y e una serie di variabili esplicative, il cui numero varia a seconda dei fattori che incidono su un determinato parametro. Accanto alle variabili esplicative è possibile inserire le variabili dummies, le quali sono dette variabili binarie in quanto possono assumere valore 0 o 1 e permettono di verificare il soddisfacimento di una determinata condizione in una regressione multivariata. Nel nostro caso la variabile dummy concerne l'adesione all'UEM.

nette estere e i diversi elementi caratterizzanti la bilancia delle partite correnti (**coefficiente = 0.7743**) e un incremento della relazione negativa tra il saldo netto degli investimenti diretti esteri e la variabile dipendente (**coefficiente = -0.1047**), legato alle fluttuazioni nel tasso di cambio tra euro e dollaro.

Negli anni precedenti la nascita dell'UEM, un incremento nel livello del PIL pro-capite impattava positivamente sul saldo della bilancia commerciale e tale effetto viene quantificato con un coefficiente di **0.59**, il quale diviene particolarmente significativo per i paesi dell'area Euro in seguito alla nascita dell'unione monetaria. Le stime consentono di evidenziare una variazione significativa nella direzione dei flussi di capitale all'interno dell'area Euro. Le manovre di governo hanno un impatto significativo e positivo sul saldo della bilancia commerciale pari a **0.25**, ovvero un incremento nel saldo di bilancio dell'uno per cento determina una crescita del saldo commerciale dello 0.25%. Il prezzo effettivo reale del petrolio ha un impatto negativo sul saldo commerciale intra- Ue, così come il PIL pro-capite, nonostante questo effetto non sia significativamente rilevante. Il tasso di cambio effettivo reale ha un significativo effetto negativo sul saldo commerciale, in linea con quanto definito dai modelli che analizzano uno scenario di economia aperta.²⁴ L'UEM possiede una maggiore integrazione dei mercati dei capitali, con la conseguenza che i flussi finanziari sono in linea con quanto stabilito dalla teoria neoclassica. Spostamenti di capitali dai paesi caratterizzati da un elevato reddito pro-capite verso i paesi contraddistinti da un basso livello di PIL agevolano la convergenza economica tra i paesi membri dell'unione monetaria. Le regressioni evidenziano che un'espansione delle politiche fiscali nei paesi in avanzo corrente agevolerebbe l'assorbimento di gran parte dei risparmi domestici e il rallentamento dei flussi finanziari verso i paesi più poveri , trasformando l'unione monetaria in un sistema inefficiente.²⁵

Gli scenari descritti nel modello econometrico individuano la necessità di seguire un percorso di riforme strutturali che coinvolga tutti i membri dell'area Euro, in grado di incrementare la concorrenza nei mercati dei servizi e del lavoro e stimolare la produttività interna con l'obiettivo di implementare un processo di aggiustamento degli

²⁴ de Mello, L., P.C. Padoan and L. Rousova, "**The Sustainability of Global Imbalances in Current Account Balances**", OECD Economics Department, OECD, Paris,2010.

²⁵ Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, **Global Capital Markets: Integration,Crises, and Growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
Cheung, C., D. Furceri and E. Rusticelli , "**Structural and Cyclical Factors Behind Current Account Balances**", Economics Department Working Paper, No. 775, OECD, Paris,2010.

sbilanci correnti. Con l'aumento del livello d'integrazione economica, le politiche fiscali e monetarie locali devono tener conto di parametri internazionali, quali la flessibilità delle economie domestiche e il rafforzamento della capacità di fronteggiare gli shock tipici degli ambienti esterni. Il principale rischio per gli esportatori europei è collegato al rafforzamento della valuta unitaria rispetto alle principali monete concorrenti, con conseguenze negative sulle attività locali e con la necessità di dover perseguire politiche di sostegno della produzione e della domanda. Una variazione nelle preferenze di portafoglio potrebbe essere collegata all'attribuzione all'euro del ruolo di valuta di riserva, con un conseguente ridimensionamento della struttura economico-finanziaria internazionale.

Una completa integrazione dei mercati dei capitali richiede che il tasso d'investimento sia correlato al tasso di risparmio. In questo caso un eccesso nel livello degli investimenti verrebbe rapidamente assorbito dal saldo del conto corrente. Conseguentemente il coefficiente di regressione dell'investimento sul tasso di risparmio (*coefficiente di ritenzione*) dovrebbe fluttuare attorno allo zero. Gli studi statistici suggeriscono che il tasso di ritenzione del risparmio è diminuito nei panel internazionali in seguito al 1980, in linea con il pensiero comune che il grado d'integrazione finanziaria dei mercati sia aumentato in quegli anni. Le serie storiche concernenti i coefficienti d'investimento e di risparmio annuali, relativi ai paesi membri dell'UEM tra il 1975 e il 2005, evidenziano che i tassi di ritenzione del risparmio sono passati da valori prossimi allo 0.5 a valori nulli.²⁶ Questi risultati consentono di stabilire una stretta correlazione tra le fluttuazioni dei tassi di risparmio e investimento e le variazioni negli equilibri correnti nell'area Euro. La seguente tabella evidenzia l'impatto dei tassi d'investimento e risparmio lordo sui saldi di conto corrente. Il coefficiente del tasso di risparmio lordo è pari a 0.43 ed è statisticamente significativo. E' possibile valutare l'interazione tra questo coefficiente e una variabile dummy che considera i paesi dell'Eurozona.²⁷ Il valore di questo coefficiente è negativo ed è pari a -0.63. L'effetto complessivo post-1999 è pari a -0.23 e non è statisticamente diverso da zero. Gli

²⁶ OECD, **OECD Economic Outlook, No. 86**, OECD, Paris, 2009a.

²⁷ Blanchard, Olivier, and Francesco Giavazzi, "**Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?**" *Brookings Papers on Economic Activity* 2002:2, 2002.

De Santis, Roberto, and Melanie Lührmann, "**On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows – A Global Perspective**". Working Paper 651, Frankfurt: European Central Bank, 2006.

Lane, Philip and Gian Maria Milesi-Ferretti, "**A Global Perspective on External Positions**", NBER Working Paper 11589, 2005.

investimenti nazionali sono stati separati nettamente dai risparmi domestici nei paesi interni all'area Euro. Questi risultati supportano la tesi che l'avvento della moneta unica ha agevolato il processo d'integrazione dei mercati dei capitali all'interno della regione europea ma non all'esterno.²⁸

Variable	Coefficient
Constant	12.25*** (1.09)
Gross Savings Rate	0.43*** (0.05)
Gross savings Rate*EMU	-0.64*** (0.10)
Gross Savings Rate* Non-EMU	-0.20 (0.17)
EMU Dummy	14.15*** (6.67)
Non-EMU Dummy	1.39 (3.59)
R²=0.49	N=350

Fonte: Stime econometriche dell'impatto del tasso d'investimento lordo nell'area Euro(1981-2005), (gli asterischi definiscono il livello di significatività rispettivamente del 10%,5%e 1%). Le stime sono state effettuate attraverso l'utilizzo del software Stata, analizzando la regressione sulla base dei parametri esplicativi, concernenti i principali paesi dell'UE.

La dispersione negli squilibri correnti tra i paesi dell'Eurozona, a partire dalla fine degli anni '80, ha subito una crescita improvvisa in seguito alla nascita dell'UEM, la quale ha mutato la struttura dei flussi di capitali tra le economie europee, incrementando il trasferimento di risorse dai paesi relativamente più ricchi verso le economie più povere. Le stime econometriche hanno evidenziato che uno stabile apprezzamento dell'euro nei confronti delle principali valute concorrenti provocherebbe un deterioramento nella bilancia commerciale, distribuito in maniera eterogenea tra le differenti nazioni. Le regressioni analizzate nei paragrafi precedenti mettono in evidenza un comportamento atipico per i trend dei saldi correnti durante il periodo dell'esplosione della crisi finanziaria tra il 2006 e il 2009. Questo triennio è stato caratterizzato da un break strutturale di notevoli dimensioni per i paesi emergenti e di dimensioni ridotte per le economie maggiormente industrializzate. Nel decennio antecedente la crisi globale, i

²⁸ Ahearne, Alan, and Jürgen von Hagen, "Global Current Account Imbalances: How to Manage the Risk for Europe," Bruegel Policy Brief 2005/02, Dicembre 2005.

mercati finanziari hanno dovuto affrontare una fase di “*esuberanza irrazionale*” e crescita esponenziale. Inoltre le politiche monetarie hanno stimolato una crescita degli squilibri correnti, attraverso il mantenimento di un basso costo del capitale e l’alimentazione di investimenti speculativi nel settore immobiliare, i quali garantivano rendimenti eccessivi rispetto agli standard settoriali.²⁹ L’aumento del prezzo delle case ha determinato un effetto ricchezza con conseguenze sull’intera struttura economica mondiale, contribuendo ad agevolare i flussi di capitali con un peggioramento nel saldo globale delle partite correnti. I rapporti di stima impiegati per l’analisi dei break strutturali, che hanno contraddistinto lo scenario economico globale nel periodo antecedente l’esplosione della crisi, possono essere impiegati per prevedere le prospettive di riequilibrio internazionale. Le previsioni iniziano a partire dal 2012, anno successivo al biennio della crisi e considerano due strategie differenti: un tipo di analisi si basa sullo studio delle serie storiche fino al 2005, la seconda strategia si basa sulla rilevazione dei dati fino al 2008. Il verificarsi di un break strutturale nel biennio 2006-2007 fa sì che le stime effettuate utilizzando i dati al 2005, possano essere interpretate come previsioni dei saldi correnti, in un contesto simile a quello del periodo pre-crisi. Il valore medio delle eccedenze correnti dei paesi in surplus dovrebbe ridursi sensibilmente rispetto ai paesi in disavanzo (-6.6% per le economie in surplus e +2.9% per i paesi in disavanzo).

²⁹ Fratzscher, M. and Straub, R., “*Asset Prices and Current Account Fluctuations in G7 Economies*”, ECB Working Paper No. 1014, 2007.

Greenspan, A., . *Current Account. At Advancing Enterprise 2005 Conference*, London, England, February 4, 2005.

Gruber, Joseph and Steven Kamin, “*Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?*” *Review of International Economics* 17(4), 2009.

Conclusioni

La nascita dell'UEM aveva l'obiettivo di rafforzare l'eterogenea struttura economico-finanziaria dell'Unione europea e agevolare gli scambi di beni e servizi con i principali partner commerciali nelle diverse aree geografiche. L'avvento della moneta unica ha stabilizzato il tasso di cambio rispetto alle numerose valute esistenti nei decenni precedenti, nonostante in seguito alla sua creazione, non rappresentasse una moneta estremamente solida nei confronti del dollaro e dello yen.

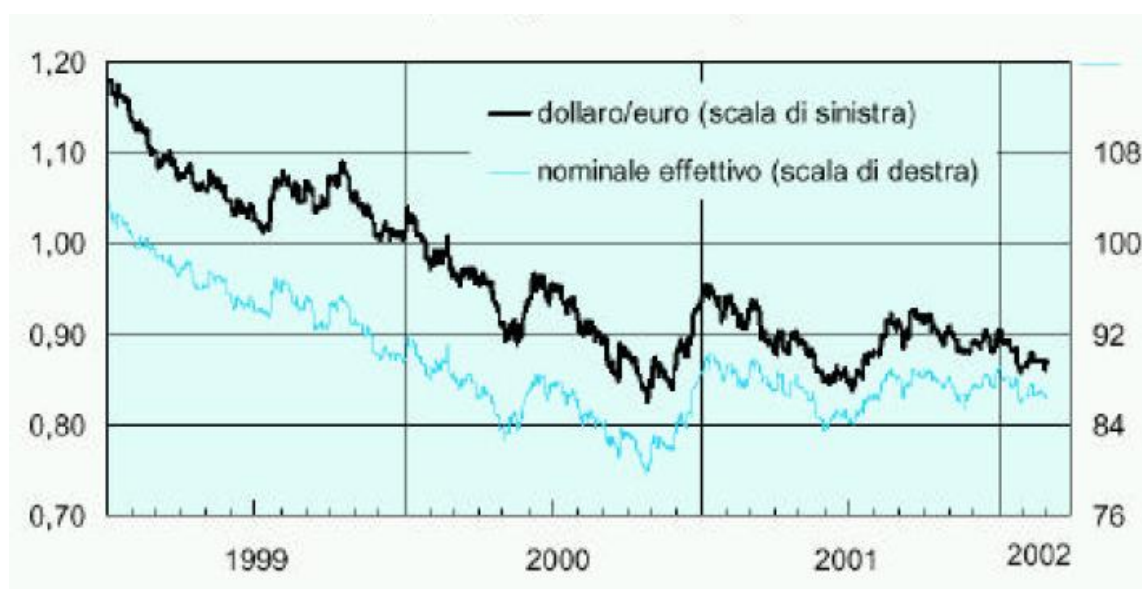


Grafico : fluttuazione del cambio euro dollaro tra il 1999 e il 2002.

Fonte: Banca centrale europea

Nei primi anni di vita l'euro ha perso costantemente valore nei confronti della valuta statunitense senza suscitare particolari preoccupazioni nelle autorità internazionali. Gli investitori istituzionali apprezzavano la solidità organizzativa dell'UE e la capacità dimostrata da parte della banca centrale nel gestire il livello dell'inflazione e i flussi monetari tra i paesi comunitari. Inoltre il saldo corrente complessivo presentava una situazione di equilibrio a differenza del crescente deficit statunitense (4%). La stabilità dei mercati finanziari locali ha incentivato l'afflusso di capitali esteri incrementando il

livello della domanda di euro e rafforzando il tasso di cambio rispetto alle valute concorrenti. L'obiettivo di rendere il mercato più spesso e liquido era stato raggiunto. Tuttavia nel quinquennio antecedente l'esplosione della crisi finanziaria globale, le differenze tra le economie europee hanno messo in evidenza le fragilità insite nella struttura organizzativa dell'Unione, con conseguenze negative sulla stabilità della moneta unica e sulle corporate strategy implementate dalle singole nazioni. La scelta della Germania di adottare una rigida politica di monitoraggio della crescita dei salari a tassi ridotti rispetto al livello crescente della produttività domestica, ha abbassato notevolmente i costi del lavoro, raggiungendo la soglia del 5%, a prezzi eccessivamente ridotti rispetto agli altri Stati europei, con la differenza che a causa della presenza di una valuta unica non è possibile rivalutare il marco rispetto alle altre unità monetarie e si avranno evidenti danni per le esportazioni degli altri membri dell'UEM.³⁰

Questa politica ha alimentato il deficit corrente nei paesi caratterizzati da una limitata flessibilità produttiva con la conseguente attuazione di un processo deflazionistico, causa fondamentale di una crescente disoccupazione. Kregel ipotizzò che se la Francia e l'Italia avessero deciso di espandere la funzione di domanda interna, quest'ultima sarebbe stata assorbita all'estero e contabilizzata come un aumento della spesa della Francia nei confronti della Germania, con un ulteriore peggioramento del disavanzo corrente francese e una maggiore incidenza dei costi del lavoro e del capitale sul bilancio nazionale.

Se da un lato l'euro agevola gli scambi commerciali e riduce l'esigenza di perseguire politiche difensive nei confronti dell'aggressività del marco, dall'altro richiede una riduzione dei salari nominali per poter tutelare le esportazioni nette e contrastare le politiche espansive tedesche. Inoltre un apprezzamento dell'euro rispetto alle valute concorrenti stimola una riduzione della domanda estera dei prodotti europei con una diminuzione dell'impatto del saldo commerciale sul prodotto interno lordo. L'apprezzamento rispetto al dollaro consentirà di mantenere un tasso di cambio effettivo reale costante, in grado di compensare qualsiasi variazione nei costi unitari del lavoro. Secondo il modello dei bilanci settoriali di Godley,³¹ la sommatoria del bilancio

³⁰ La crescita del disavanzo delle partite correnti ha determinato il sudden stop dei prestiti in valuta estera a breve termine (Becker e Noone 2008) e un disavanzo del conto capitale della bilancia dei pagamenti.

³¹ Godley, W., D. B. Papadimitriou, G. Hannsgen, and G. Zezza., *"The U.S. Economy: Is There a Way Out of the Woods?"*, Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, aprile 2007

interno del settore privato, il saldo del bilancio pubblico e il bilancio estero deve essere pari a zero: un avanzo nella bilancia commerciale è l'unica possibilità per il bilancio del settore pubblico e il bilancio interno privato di avere un risparmio positivo.

Nell'unione economica europea le politiche monetarie dovrebbero essere distinte nettamente dalle politiche fiscali, per agevolare il perseguimento dell'obiettivo di stabilizzazione dei prezzi correnti. Contemporaneamente la politica fiscale sarà collegata al rispetto dei target *deficit/PIL* e *debito/PIL*³² e i governi nazionali saranno liberi di perseguire le strade idonee per il raggiungimento dei suddetti obiettivi. Si crea un'architettura organizzativa nella quale la BCE vigila sulla circolazione dei capitali e sulla gestione della liquidità e i singoli Stati attueranno autonomamente le politiche di bilancio attraverso la richiesta di un sostegno da parte delle autorità internazionali. I diversi paesi cercheranno di attrarre un numero crescente d'investitori stranieri per poter fronteggiare l'incremento della spesa e queste forze vigenti nei mercati finanziari determineranno l'orientamento delle manovre fiscali che dovranno essere approvate. Il problema principale dell'UE è quello di non riuscire a coordinare efficientemente le politiche monetarie e fiscali e nello stesso tempo non poter usufruire dell'appoggio di una banca centrale solida con le competenze tipiche della Federal Reserve statunitense.

Il problema degli squilibri correnti europei presenta delle caratteristiche differenti rispetto al profondo deficit statunitense. L'approccio dei bilanci settoriali di Godley suggerisce che un disavanzo corrente debba essere trattato attraverso un'equa combinazione del deficit nel settore privato e del disavanzo pubblico. Tuttavia dato che non sussiste la sovranità dei governi locali, entrambi i deficit possono aggravare la situazione economica internazionale. Si può affermare che se l'UEM fosse stata organizzata diversamente con una distribuzione attenta dei compiti, l'avvento dell'euro non avrebbe aggravato i disavanzi correnti tipici di alcuni paesi membri. La crescita dei debiti pubblici e i problemi di solvibilità delle banche hanno avuto un impatto negativo sui tassi d'interesse e sui titoli detenuti dai principali investitori istituzionali.³³ In

³² Gli obiettivi di politica fiscale sono stabiliti nel patto di stabilità e crescita, denominato trattato di Amsterdam e varato nel 1997 dai paesi membri dell'UE: stabilisce che il rapporto deficit/PIL sia inferiore al 3% e il rapporto debito/PIL non superi la soglia del 60%.

³³ Alessandrini P., Fratianni M, Hughes Hallett A. and Presbitero A.F., *"External imbalances and financial fragility in the Euro Area"*, MoFIR WORKING PAPER N°202, 2012.

Becker C. and Noone C., *"volatility and persistence of capital flows"*, PAPERS N°42, 2008.

De Grauwe, P., *'The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies'*. Centre for European Policy Studies, Policy Brief No. 178 (Brussels: CEPS), 2008.

seguito all'esplosione della crisi finanziaria, ha avuto luogo un nuovo fenomeno caratterizzato dalla presenza simultanea di un disavanzo corrente e un deflusso dei capitali nel medio - lungo periodo. Questo fenomeno è stato rinominato evoluzione dei debiti gemelli dell'Eurozona. Da un lato il peggioramento del saldo corrente estero ha reso difficoltose le modalità di rimborso del debito pubblico, dall'altro lato un rallentamento della crescita produttiva e un incremento dei costi del lavoro hanno ridotto notevolmente le esportazioni nette . L'introduzione dell'euro ha amplificato i problemi insiti in uno scenario economico estremamente eterogeneo, aggravando i disavanzi correnti nei paesi periferici e trasformando piccoli saldi positivi in deficit commerciali. Le autorità internazionali hanno ridimensionato le proprie funzioni concernenti le politiche monetarie e fiscali, con il fine ultimo di gestire l'andamento dell'euro rispetto alle valute concorrenti, stabilizzare il tasso di cambio, ridurre drasticamente il tasso di disoccupazione e accrescere la competitività delle aziende locali, con il conseguente miglioramento del saldo della bilancia commerciale e la riduzione di deficit persistenti nei principali paesi dell'UE.

Bibliografia

- Ahearne, Alan G., John Ammer, Brian M. Doyle, Linda S. Kole, and Robert F. Martin, ***“House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study.”***, International Finance Discussion Papers 841, Board of Governors of the Federal Reserve System , settembre 2005.
- Ahearne, Alan, and Jürgen von Hagen, ***“Global Current Account Imbalances: How to Manage the Risk for Europe,”*** Bruegel Policy Brief 2005/02, December 2005.
- Ahearne, Alan, and Jean Pisani-Ferry, ***“The Euro: Only for the Agile,”*** Bruegel Policy Brief 2006/01, February 2006.
- Akerlof, George A. and Robert J. Shiller, ***“Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism”***, (Princeton: Princeton University Press), 2009.
- Aghyrou, Michael G., and Georgios Chortareas , ***“Real exchange rates and current account imbalances in the Euro area.”*** Mimeo, Cardiff Business School,2006
- Aleo S., Barone G., ***“Quaderno del dipartimento di studi politici”***, Giuffrè Editore, 2007.
- Alessandrini P., Fratianni M, Hughes Hallett A. and Presbitero A.F., ***“External imbalances and financial fragility in the Euro Area”***, MoFIR WORKING PAPER N°202, 2012.
- Bagliano F.- Marotta G., ***Economia monetaria***, Il Mulino, (1999).
- BANCA D’ITALIA, ***Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull’estero***, in “Supplementi al Bollettino Statistico”, marzo 2012.

- Bank for International Settlements., ***79th Annual Report: 1 April 2008-31 March 2009***. BIS, Basel , 29 giugno 2009.
- BARNES, ***The Real Problem With the GIIPS: Current Account Deficits, not Budget Deficits***, articolo del febbraio 2012.
- Baumann U. e F. di Mauro ***“Globalisation and euro area trade: Interactions and challenges”***, occasional paper, Febbraio 2007.
- Becker C. and Noone C., ***“volatility and persistence of capital flows”***, PAPERS N°42, 2008.
- Begg. I., ***‘Regulation and Supervision of Financial Intermediaries in the EU: The Aftermath of the Financial Crisis’***. JCMS, Vol. 47, No. 5, pp. 1107–28,2009.
- Bernanke, B., ***‘Asset-Price “Bubbles” and Monetary Policy’***, Remarks before the NewYork Chapter of the National Association for Business Economics, New York, 15 ottobre 2002.
- Bernanke, B., ***‘The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit’***. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics Richmond, Virginia, 10 marzo 2005.
- Bernanke, B. and Gertler, M. , ***‘Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?’*** American Economic Review, Vol. 91, No. 2, pp. 253–57, 2001.
- Bini Smaghi, Lorenzo , ***“The Financial Crisis and Global Imbalances: Two Sides of the Same Coin.”*** Speech at the Asia Europe Economic Forum, Beijing , dicembre 2008.
- **BIS**, ***“Global Liquidity: Concept, Measurement and Policy Implications,”*** CGFS Papers 45, Bank for International Settlements ,2011.

- Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi, and Filipa Sa, ***“International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar,”*** in “Brookings Papers on Economic Activity” Spring 2005.
- Blanchard, O., Giavazzi, F., & Sa, F. , ***“The U.S. Current Account and the Dollar”***. NBER Working Paper No. 11137, Febbraio 2005.
- Blanchard, Olivier, ***“Adjustment with the Euro: The Difficult Case of Portugal,”*** MIT Department of Economics, Working Paper No. 06-04, 2006.
- Borio, C. and Lowe, P., ***‘Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus’***. Bank for International Settlements Working Papers, No.114 (Basel: BIS), 2002.
- Brender, A. and Pisani, F. , ***“Globalized Finance and its Collapse”***,(Brussels:Dexia), 2009.
- Bibow J., ***“Insuring Against Private Capital Flows: Is It Worth the Premium? What Are the Alternatives?”*** , working paper No. 553, Dicembre 2008.
- Blanchard, Olivier , ***“Current Account Deficits in Rich Countries,”*** Mundell Fleming Lecture presented to the 7th Jacques Polak Annual Research Conference, Washington DC, Novembre 2006.
- Blanchard, Olivier, and Francesco Giavazzi , ***“Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?”*** *Brookings Papers on Economic Activity* 2002:2, 2002.
- Caballero, R., ***“On the Macroeconomics of Asset Shortages”***, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 12753, 2006.

- Caballero, R., E. Farhi and P.-O. Gourinchas, “*An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates*”, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 11996, 2006.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, “*Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances.*” *Brookings Papers on Economic Activity* , 2008b.
- Caballero, Ricardo J. and Arvind Krishnamurthy, “*Bubbles and Capital Flow Volatility: Causes and Risk Management,*” *Journal of Monetary Economics*, gennaio 2006.
- Cagliozzi R , “*Lezioni di politica economica*”, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2001.
- Campbell, John, Karine Serfaty-de Medeiros, and Luis Viceira, “*Global Currency Hedging,*” mimeo, Harvard University, 2006.
- Castro, R., Clementi, G., & MacDonald, G. , “*Investor Protection, Optimal Incentives, and Economic Growth*”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119(3), 1131-75, 2004.
- Cesaratto S., “*Controversial and novel features of the eurozone crisis as a balance of payments crisis*”, *Quaderni del Dipartimento di Economia e Statistica, Università di Siena* N°64, 2010.
- Cheung, C., D. Furceri and E. Rusticelli , “*Structural and Cyclical Factors Behind Current Account Balances*”, *Economics Department Working Paper*, No. 775, OECD, Paris,2010.
- Chinn, Menzie D. and Hiro Ito , “*Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World ‘Saving Glut’.*” *Journal of International Money and Finance* 26, 2007.

- Chinn, M. and Ito, H., ***“What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”***, NBER Working Paper No. 11370, 2005.
- Chinn, Menzie and Eswar Prasad, ***“Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration,”*** *Journal of International Economics* 59(1), gennaio 2003.
- Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, 2007, ***“Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?”*** forthcoming in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard Clarida (Chicago: Chicago University Press for NBER), 2007.
- Clark, P. and J. J. Polak, ***“International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System”***, IMF Staff Paper, Vol. 51, No. 1, 2004.
- Cole, Harold and Maurice Obstfeld, ***“Commodity Trade and International Risk Sharing: How Much Do Financial Markets Matter?”*** *Journal of Monetary Economics*, 1991.
- Coniglio T., ***“L’imperativo della competitività: economia di mercato nell’era della globalizzazione”***, Franco Angeli, 2007.
- Cooper, G. , ***“The Origin of Financial Crises: Central banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy”***, (London: Harriman House), 2008.
- Corden, W.M., ‘Those Current Account Imbalances: A Sceptical View’ *The World Economy*, 30, 2007.
- Cucculelli M., Mazzoni R., ***“Risorse e competitività”***, Franco Angeli, 2003
- D’Agata A., Giardina E., Sciacca E., ***“Tra economia e società. Studi in memoria di Giovanni Montemagno”***, Giuffrè Editore, 2006.

- De Arcangelis G, “*Economia internazionale*”, Milano, McGraw-Hill,2005.
- De Grauwe, P. , ‘*The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies*’. Centre for European Policy Studies, Policy Brief No. 178 (Brussels: CEPS), 2008.
- De Grauwe P. , “*The Euro at ten: achievements and challenges*”, Empirica, 2008.
- De Grauwe, P. and Gros, D., ‘*A New Two-Pillar Strategy for the ECB*’. Centre for European Policy Studies, Policy Brief No. 191 (Brussels: CEPS),2009.
- De grauwe P., “*Managing a fragile eurozone*”, CESIFO FORUM 2/2011,2011.
- De grauwe P. and YUEMEI J., “*-Fulfilling crises in the eurozone: an empirical test*”, CESIFO WORKING PAPERS N°3821, 2009.
- de Mello, L., P.M. Kongsrud and R. Price, “*Saving Behaviour and the Effectiveness of Fiscal Policy*”, *Economics Department Working Paper*, No. 397, OECD, Paris, 2004.
- de Mello, L. and P.C. Padoan, “*Promoting Potential Growth: The Role of Structural Reform*”, paper prepared for the G20 workshop on a “Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth”, Toronto, maggio 2009.
- de Mello, L., Padoan, P.C., & Rousova, L., “*The Sustainability of Global Imbalances in Current Account Balances*”. *OECD Economics Department Working Papers 813*. Paris: OECD, Economics Department, 2010.

- De Santis, Roberto, and Melanie Lührman, *“On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows – A Global Perspective”*, Working Paper 651, Frankfurt: European Central Bank, 2006.
- DEUTSCHE BUNDESBANK, *“On the problems of macroeconomic imbalances in the euro area”*, MONTHLY REPORT, luglio 2010.
- Dooley, Michael and Peter Garber, *“Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System,”* in Richard Clarida, ed., *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, 2006.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber, *“An Essay on the Revived Bretton Woods System,”* NBER Working Paper 9971, National Bureau of Economic Research September 2003.
- R. Dornbusch; S. Fischer; P. A. Samuelson, *“Comparative Advantage, Trade, and Payments in a Ricardian Model with a Continuum of Goods”*, *The American Economic Review*, 1978.
- EEAG REPORT ON THE EUROPEAN ECONOMY, 2012.
- Eichengreen, B. and Mitchener, K., *‘The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong’*. Bank for International Settlements Working Papers, No. 137 (Basel: BIS), 2003.
- Eichengreen, B. and M. Adalet , *“Current Account Reversals: Always a Problem?”*, *NBER Working Paper*, No. 11634, NBER, Cambridge, MA, 2005.
- European Central Bank, *‘Asset-Price Bubbles and Monetary Policy’*. Monthly Bulletin, April, pp. 47–60 (Frankfurt a.M: ECB), 2005.

- European Central Bank , “*Adjustment of Global Imbalances in a Financially Integrating World.*” *Monthly Bulletin*, Agosto 2007.
- Falcone F., “*Le problematiche del commercio internazionale. Dalla teoria classica alla nuova economia internazionale: aspetti teorici ed esperienza italiana*”, Franco Angeli, 2011.
- Faruquee, H., D. Laxton, D. Muir and P. Pesenti,, “*Would protectionism defuse global imbalances and spur economic activity? A Scenario Analysis*”, Staff Reports, Federal Reserve Bank of New York, No 268, Dicembre 2006.
- Feenstra R. C., “*Advanced International Trade: Theory and Evidence*”, Princeton University Press, 2003.
- Financial Stability Forum , “*Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*”, (Basel: FSF), 2008.
- Fratzscher, M. and Straub, R., “*Asset Prices and Current Account Fluctuations in G7 Economies*”, ECB Working Paper No. 1014,2009.
- G30, ‘*Financial Reform: A Framework for Financial Stability*’. Report of the Working Group on Financial Reform, Washington, DC, 2009.
- Garber, P. , “*Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*”, (Cambridge, MA: MIT Press),2000.
- Glick, R, and K. Rogoff,, “*Global versus country-specific productivity shocks and the current account*”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35(1), pp. 159-192, 1995.
- Godley,W., “*Seven Unsustainable Processes: Medium-term Prospects and Policies for the United States and the World,*” Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, gennaio 1999.

- Godley, W., D. B. Papadimitriou, G. Hannsgen, and G. Zezza., ***“The U.S. Economy: Is There a Way Out of the Woods?”***, Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, aprile 2007.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and H el ene Rey, ***“From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege,”*** Richard Clarida, ed., G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, forthcoming 2006.
- Gourinchas, P. O. and O. Jeanne, ***“Capital flows to developing countries: the allocation puzzle”***, NBER Working Papers 13602, 2004.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and H el ene Rey, ***“International Financial Adjustment,”*** NBER Working Paper No. 11155 (August), 2005b.
- Greenspan, A., ***“Globalization and innovation”***, Remarks at the Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, 6 maggio 2005.
- Gros, D. , ***‘Global Imbalances and the Accumulation of Risk’***. *Vox*, 11, giugno 2009.
- Gruber, Joseph, and Steven Kamin, ***“Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances,”*** *Journal of International Money and Finance* 26 ,giugno 2007.
- Helpman E. and Krugman P. R., ***“Market Structure and Foreign Trade: Increasing Returns, Imperfect Competition, and the International Trade”***, Cambridge, 1985.
- Interim Report 2005: ***“The Effects of Government Deficits and the 2001–02 Recession on Well-Being”*** ,Edward n. wolff, Ajit Zacharias, and HYUNSUB KUM, maggio 2005.

- International Monetary Fund, *'Asset Prices and the Business Cycle'*. World Economic Outlook, May (Washington, DC: IMF), 2000.
- International Monetary Fund, *"Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective"*, Chapter II in World Economic Outlook", Settembre 2005.
- International Monetary Fund, *'World Economic Outlook'* October (Washington, DC: IMF), 2007.
- International Monetary Fund, *'Global Financial Stability Report'*, (Washington, DC: IMF), aprile 2009.
- Ito, H. and M.D. Chinn., *"East Asia and Global Imbalances: Saving, Investment, and Financial Development"*. In T. Ito and A. Rose, ed., *Financial Sector Development in the Pacific Rim*, National Bureau of Economic Research-East Asian Seminar on Economics (NBER-EASE) Volume 18, 2009.
- Krugman P., *A model of balance of payments crisis*, in journal of money credit and banking, vol.11,(1979).
- Krugman P., *"Geografia e commercio internazionale"*, Milano ,Garzanti, 1995.
- Krugman, Paul R , *"Scale Economies, Product Differentiation, and the Pattern of Trade"*, The American Economic Review, 1980.
- Kenen, P. B. , *The International Economy*, Cambridge University Press,(2000).
- King, M., *"The International Monetary System"*, Remarks at the Advancing Enterprise 2005 Conference, London, 4 Febbraio 2005.
- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, *"A Global Perspective on External Positions,"* in Richard Clarida, ed., *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, 2006.

- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, *“The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004.”* *Journal of International Economics* 73 (2), 2007.
- Lezioni della dottoressa Orioli F., *“Prospettive macroeconomiche globali. Economia aperta e commercio internazionale. Il modello di Ricardo”*. LUISS Guido Carli, 2013.
- Lee, J., & Strazicich, M.C. , *“Minimum LM Unit Root Test”*, *Faculty Research Paper, No. 9932*. Orlando, FL: Department of Economics, University of Central Florida, 1999.
- Lee, J., & Strazicich, M.C., *“ Minimum Lagrange Multiplier Unity Root Test with Two Structural Breaks”*. *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 2003.
- Lucas R., *”Why doesn’t capital flow from rich to poor countries?”*, *American Economic Review*, Vol. 80(2), 1990.
- Marchionatti R., Mornati F., *“ Principi di economia politica”*, Giappichelli editore, 2012.
- Markusen J. R. and Venables A. J., *“Trade Policy with Increasing Returns and Imperfect Competition: Contradictory Results from Competing Assumptions,”* *Journal of International Economics*, 1988.
- Mecagni (M.), Atoyán (R.) and Hofman (D.) ,*“The persistence of capital account crises”*, *IMF Working Paper*, 09/103, 2009.
- Meltzer A.H., *Monetary credit (and other) transmission processes: a monetary perspective*, in *journal of economic perspectives*, vol.9, (1995).
- Mendoza, Enrique G., Vincenzo Quadrini, and Jose-Victor Rios-Rull, *“Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances,”* *Journal of Political Economy*, 06 2009.

- Milesi-Ferretti, G.M., & Razin, A., “***Current Account Reversals and Currency Crises, Empirical Regularities***”. In Krugman, P. (Ed.), *Currency Crises* (pp.285-326). Chicago: University of Chicago Press, 2000.
- Mishkin, F. , ‘***How Should We Respond to Asset Price Bubbles?***’ Speech at the Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute’s Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, maggio 2008.
- Moro B., ***Fondamenti di Macroeconomia, Volume II: gli approfondimenti***, (2004).
- Nicoletti, G., S. Golub, D. Hajkova, D. Mirza and K. Yoo , “***Policies and International integration: Influences on Trade and Foreign Direct Investment***”, *OECD Working Papers*, No. 359, OECD, Paris, 2003.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, “***The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?***,” in Ben Bernanke and Kenneth Rogoff, eds., *N.B.E.R. Macroeconomics annual*, MIT Press Cambridge MA, 2000.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff , “***Foundations of International Macroeconomics***” Cambridge, MA: MIT Press, 1996.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff , “***Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments.***” *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 67-146, 2005.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff , “***The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited.***” In Richard H. Clarida, editor, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago: University of Chicago Press, 2007.

- Obstfeld, Maurice, **“America’s Deficit, the World’s Problem”**, In: *Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan*, Vol. 23, No. S-1 (special edition), October, 2005.
- Padoa-Schioppa, Tommaso ,**“Financial Stability Review: December 2004.”** Powerpoint presentation. Frankfurt , 15 dicembre 2004.
- Rajan, Raghuram G., **“Global Imbalances — An Assessment”**, Speech delivered by the Economic Counsellor and Director of the IMF's Research Department at the Ronald Reagan International Conference Center, Washington D.C., 25 ottobre 2005.
- Rajan, R., **“Financial markets, financial fragility, and central banking”**, paper presented at *The Greenspan Era: Lessons for the Future* – Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City; Jackson Hole, Wyoming, 25–27 agosto 2005.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth Rogoff , **“This Time It’s Different: Eight Centuries of Financial Folly”**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009.
- Roubini, N. and Setser, B. , **“Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006”**, Unpublished manuscript, New York University and Oxford University, 2005.
- D. Salvatore, ***Economia internazionale. Teorie e politiche del commercio internazionale***, Milano, Etas, (2002).
- Stiglitz, J.E., **‘Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions’**, Testimony before the Joint Economic Committee of the US Congress, 21 April, Washington DC, 2009.
- Taylor J.B., ***The monetary transmission mechanism: an empirical framework***, in *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, 1995.

- Targhetti F., *“Le sfide della globalizzazione: storia, politiche e istituzioni”*, Brioschi editore, 2008.
- Tiberi M., *Lezioni di politica economica*, 1998.
- Truman, Edwin, *“Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances”*, Working Paper No. WP05-6, Institute for International Economics, Washington D.C., luglio 2005.
- Vasapollo L., *“Trattato di economia applicata. Analisi critica della mondializzazione capitalista”*, Editoriale JaCA Book, 2007.
- Wolf, M., *‘Comments on the Global Imbalances: What is the Problem? The 2007 Wincott Lecture, given by Max Corden’*, *Economic Affairs*, 28, 2008.
- World Bank, *“Global Imbalances and Emerging Market Economies”*, In: *Global Development Finance, Mobilizing Finance and Managing Vulnerability*, Chapter 3, The World Bank, Washington D.C., 2005.
- World Bank , *“Global Economic Prospects and the Developing Countries 2006”*, The World Bank, Washington D.C, 2005b.
- Xiao, Geng and Zhengge Tu, *“China’s Industrial Productivity Revolution: A Stochastic Frontier Production Function Analysis of China’s Large and Medium Industrial Enterprises during 1995- 2002”*, paper presented at WEAI/HKEA 2005 Pacific Rim Conference, Hong Kong, 15 gennaio 2005.
- www.bis.org
- www.ecb.int/ecb/html/index.it.html
- www.epp.eurostat.europa.eu/statistics_explained/index.php/Balance_of_payment_statistics/i

- www.economiaepolitica.it/index.php/tag/deficit-delle-partite-correnti/
- www.keynesblog.com/2012/02/10/una-lettera-aperta-ai-leader-europei-correggere-le-bilance-commerciali-e-la-sola-via-per-evitare-limplosione-delleurozona/
- www.imf.org
- www.oecd.org

