

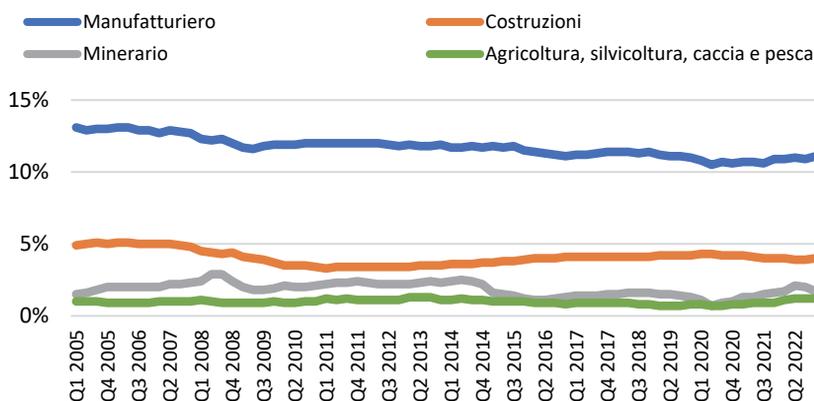
Capitolo 1

USA

Gli Stati Uniti hanno una delle economie più grandi e influenti del mondo, caratterizzata da un mix di abbondanti risorse naturali, infrastrutture avanzate e alta produttività; un'economia mista, in cui il dispiegarsi delle dinamiche di libero mercato si intreccia spesso e volentieri con l'intervento del Governo.

Negli ultimi trent'anni l'economia statunitense – che registra il Prodotto Interno Lordo (PIL) più elevato del mondo, con oltre 23 trilioni di dollari – si è gradualmente spostata dal manifatturiero ai servizi; attualmente i servizi occupano circa l'80% del Prodotto Interno Lordo, mentre l'industria manifatturiera, delle costruzioni e del settore minerario fatica a raggiungere il 20% (cfr. Figura 1). Il peso dell'agricoltura è quindi marginale, nonostante gli Stati Uniti siano tra i principali esportatori al mondo di mais, soia e carne.

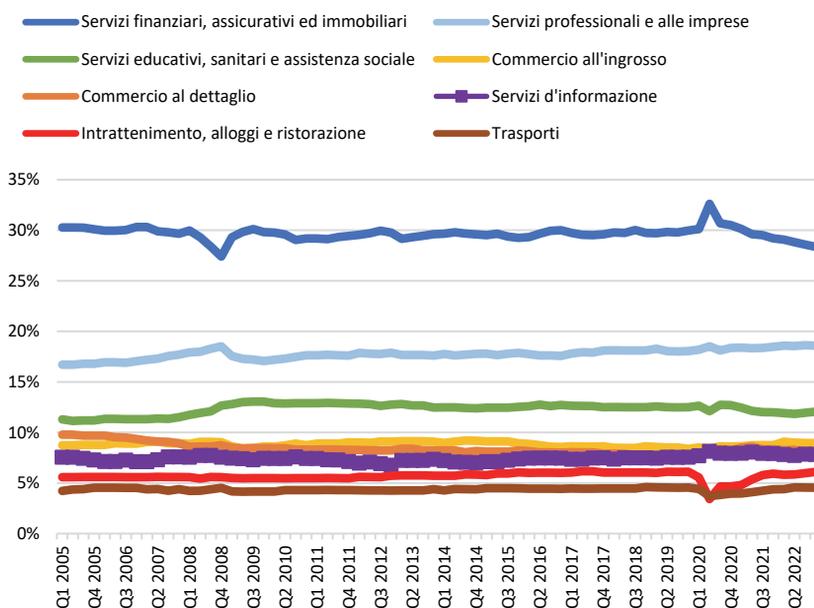
Figura 1. PIL – Valore aggiunto per settore
[Anni 2005-2022] – (percentuale)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis – elaborazioni dell'autore.

Nell'ambito dei servizi non stupisce che quasi un terzo di essi sia rappresentato dall'industria finanziaria, assicurativa ed immobiliare, dato che il sistema finanziario statunitense è il più grande e il più importante del mondo; un altro quarto è composto dai servizi professionali ed alle imprese, sanità, servizi sociali ed educazione; seguono infine il commercio al dettaglio e all'ingrosso, i trasporti, l'industria dell'informazione e dell'intrattenimento (cfr. Figura 2).

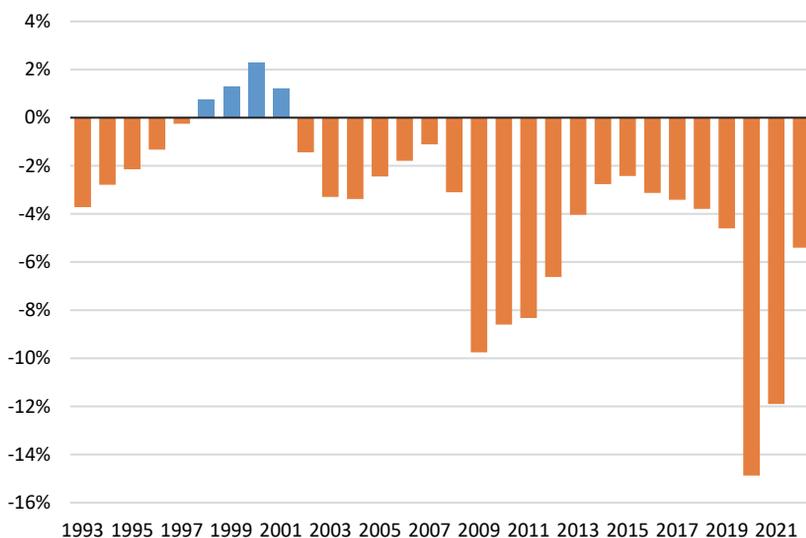
Figura 2. PIL, settore servizi – Valore aggiunto per sub-settore [Anni 2005-2022] – (percentuale)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis – elaborazioni dell'autore.

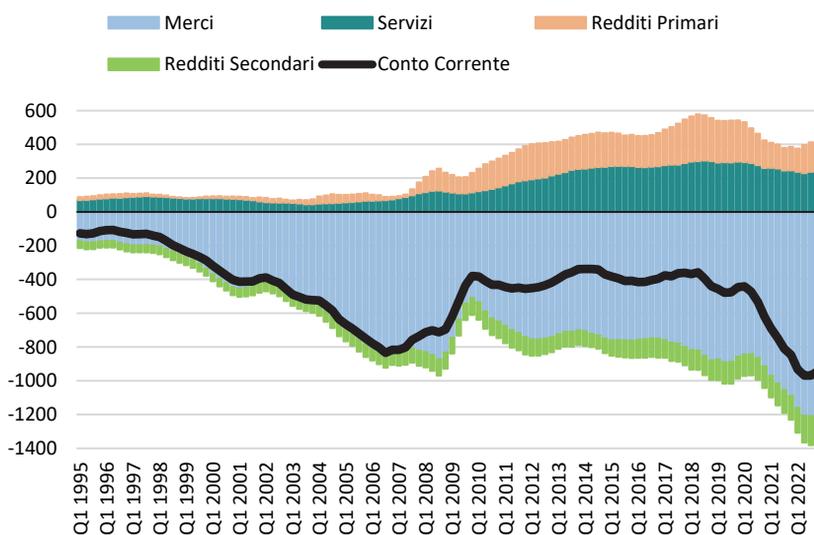
Il Paese opera da sempre in *double deficit* (cfr. Figure 3 e 4), cioè in deficit sia sul fronte del bilancio pubblico che dell'economia reale (fotografata dal bilancio del Conto Corrente), ma negli ultimi anni questi disavanzi sottendono alcune parole d'ordine: *reshoring*, cioè reinternalizzazione delle catene del valore, *decoupling* (cioè disaccoppiamento da altre economie, Cina *in primis*); il *mantra* della globalizzazione è stato sostituito da quello della ri-nazionalizzazione.

Figura 3. Surplus (Deficit) bilancio federale / PIL
[Anni 1993-2022] – (percentuale)



Fonte: FRED – elaborazioni dell'autore.

Figura 4. Conto Corrente – Saldi cumulati su 4 trimestri
[Anni 1995-2022] – (miliardi \$)



Fonte: FMI – elaborazioni dell'autore.

Nel primo semestre del 2022 il Presidente Biden ha avviato in questa prospettiva la *Chip4alliance*, un'alleanza con Giappone, Corea del Sud e Taiwan dedicata all'industria dei semiconduttori (i.e.: il petrolio del XXI secolo). La guerra dei nanometri a livello globale è infatti in corso, e la vincerà chi avrà la tecnologia in grado produrre microchip sempre più piccoli (oggi il limite è di 2/3 nanometri), di inserire al loro interno il maggior numero di transistor (oggi circa 100 miliardi) e di sviluppare nuovi tipi di architettura dei transistor, che a parità di nanometri, renderebbero più efficienti i semiconduttori. Questi ultimi, infatti, possono essere considerati il “cervello dell'elettronica” e sono presenti in tutti i prodotti, dal frigorifero al satellite, passando per gli smartphone e le auto. Come dice il nome stesso, i semiconduttori gestiscono il passaggio della corrente elettrica e consentono pertanto di ordinare il funzionamento di sistemi complessi. La *Chip4alliance* prevede misure tese a vietare l'esportazione in Cina non solo di microchip, ma anche dei macchinari per produrli, e da un accordo con Taiwan che riporterà almeno in parte in Arizona la costruzione di questi “gioielli” dell'elettronica. Si pensi che, in termini di metri quadri, più di metà delle nuove fabbriche negli Stati Uniti sono riferibili ai semiconduttori e ai loro derivati.

Nel secondo semestre 2022 si è aggiunto, sempre nell'ottica del reshoring e del decoupling dalla Cina, l'*Inflation Reduction Act* (IRA), che Biden ha annunciato come: “l'azione più aggressiva di sempre ... per affrontare la crisi climatica e rafforzare la nostra sicurezza economica ed energetica”. Si tratta di un programma senza precedenti di quasi 370 miliardi di dollari tra finanziamenti a fondo perduto, incentivi, crediti di imposta e garanzie sui crediti. La ri-nazionalizzazione di settori strategici passa per il raggiungimento degli obiettivi climatici dell'accordo di Parigi e la riduzione del deficit di oltre 100 miliardi di dollari.

Una strategia autarchica che ha quindi nel mirino la Cina, e richiede (come la *Chip4alliance*) dei Paesi partner; questa ingente mole di incentivi fiscali è stata infatti già estesa tramite accordi commerciali bilaterali a Canada, Giappone e Australia. Tali accordi hanno ad oggetto la condivisione dell'estrazione e lavorazione delle “terre rare” – al momento in larga parte estratte negli Stati Uniti ma di cui l'Australia è un importante produttore e delle quali in Canada vi sono ricchi giacimenti non ancora sfruttati – che svolgono un ruolo chiave nella transizione ecologica. Questo quadro è tuttavia turbato da alcuni pregiudizi negli ambienti dell'*establishment* europeo: ad esempio, il Presidente Macron ha salutato l'IRA rappresentando senza mezzi termini che l'Unione Europea deve “*resistere alle pressioni di mettersi nella scia statunitense*”.

Questa ambiziosa manovra di politica fiscale espansiva, unitamente agli interventi di sostegno senza precedenti al sistema bancario per i fallimenti di *Silverage Bank*, *Signature Bank*, *Silicon Valley Bank* e *First Republic Bank* (quest'ultima con il supporto di *JPMorgan Chase*), ha portato il Presidente Biden in direttissima di fronte al Congresso per ridiscutere un limite massimo ("tetto") del debito pubblico. Mentre, infatti, fino al 1917 il Presidente doveva passare dal Congresso per ogni aumento del debito pubblico, con il *Second liberty bond act* il tema di discussione in Congresso è divenuto il "tetto". A ben vedere però l'accordo sancito dal Congresso a giugno 2023 è *sui generis*, in quanto non viene stabilito un nuovo tetto ma viene sospeso quello attuale fino al gennaio 2025, quindi dopo le elezioni previste a novembre 2024. A gennaio 2025 si prenderà quindi atto del nuovo livello, evidentemente più di quello attuale pari a oltre il 123% del rapporto tra Debito pubblico e PIL.

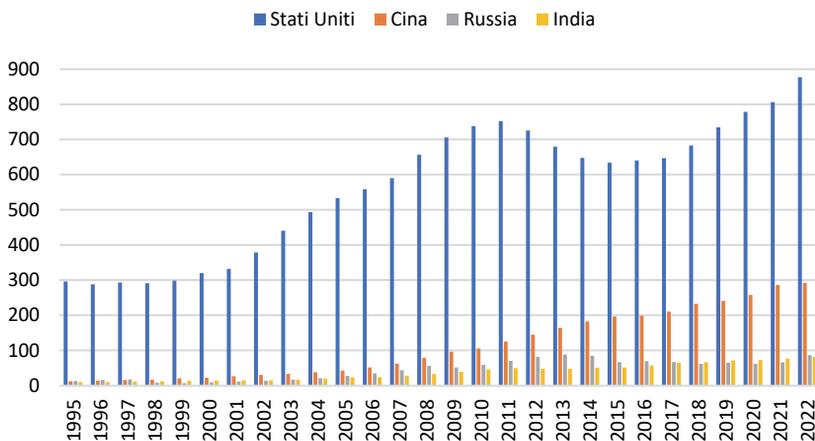
Ciò che preoccupa il Congresso – a parte le usuali *bagarre* politiche – è la circostanza che il rapporto Debito pubblico/PIL risulta il doppio del livello antecedente la grande crisi finanziaria. In altri termini, nonostante l'economia statunitense in questi anni abbia galoppato e superato egregiamente le crisi, portando la disoccupazione al livello più basso degli ultimi cinquant'anni, non si è riusciti a riportare sotto controllo il debito pubblico.

La principale preoccupazione è che i doverosi rialzi dei tassi di interesse – definiti dalla Banca Centrale statunitense (FED) in chiave anti-inflattiva – possano mettere in discussione la sostenibilità del debito pubblico, anche se, a ben vedere, sembra una preoccupazione di là da venire, tenuto conto che al momento negli Stati Uniti, a causa dell'inflazione ancora elevata, operano ancora in regime di tassi reali negativi.

In ogni caso l'accordo ha consentito ai Repubblicani di portare a casa l'invarianza per il 2024, ed un aumento massimo dell'1% del PIL alla spesa "discrezionale", cioè sanità pensioni e oneri finanziari sul debito; tenuto conto che l'inflazione è ancora al 5,3%, si tratta di una manovra recessiva che vale 100-150 miliardi di dollari l'anno, con cui comunque l'Amministrazione Biden dovrà misurarsi. *Nulla quaestio* invece sull'aumento delle spese militari, ma questo non stupisce.

Infatti, le spese militari statunitensi, secondo i dati dello *Stockholm International Peace Research Institute* (Sipri), aggiornati ad aprile 2023, negli ultimi 25 anni (ad eccezione della parentesi 2012-2015) sono cresciute in modo sostanziale attestandosi, per il 2022 a poco meno di 877 miliardi di dollari, pari a quasi il 3,5% del PIL (cfr. Figura 5). Tale cifra corrisponde al 39% dell'intera spesa militare di tutte le nazioni mondiali (2.240 miliardi di dollari).

Figura 5. Spesa militare per Paese
[Anni 1995-2022] – (miliardi \$)



Fonte: SIPRI – elaborazioni dell'autore.

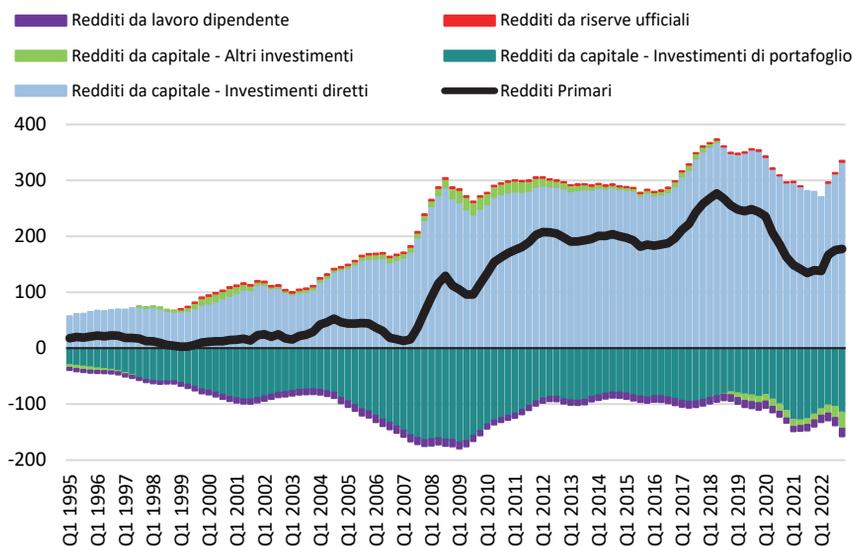
L'unica altra nazione in doppia cifra è la Cina, che si piazza al secondo posto. Secondo il Sipri, Pechino ha speso 292 miliardi di dollari, pari all'1,6% del proprio PIL, esattamente un terzo degli Stati Uniti. La Russia nel 2022 ha scavalcato (sotto la spinta della guerra in Ucraina) l'India (81,4 miliardi di dollari), investendo 86,4 miliardi di dollari ovvero, il 4,1% del suo PIL.

Messo a fuoco il *deficit* di bilancio si può passare all'altro *deficit*, ossia quello del Conto corrente, esaminandone le principali determinanti (cfr. Figura 4).

Emerge abbastanza chiaramente che il *driver* di questo disavanzo derivi dalla circostanza che gli Stati Uniti importino più di quanto esportino, peraltro in maniera crescente, da più di trent'anni. Coerentemente con la sopra descritta contribuzione *core* al PIL, i Servizi, finanza *in primis*, controbilanciano, se pur marginalmente, la voragine della Bilancia Commerciale. Un contributo arriva anche dai Redditi Primari (Figura 6), che riflettono *de facto* decenni di grandi investimenti globali effettuati dagli Stati Uniti e che confermano la grande capacità di innovazione dell'industria statunitense, che non a caso è ancora al primo posto tra i Paesi del G20 secondo l'analisi del WIPO (*World Intellectual Property Organization*).

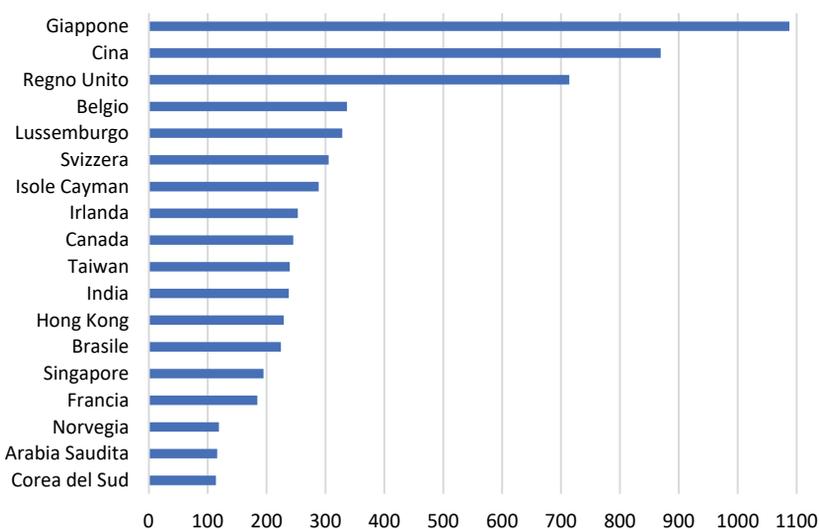
Il contributo negativo ai Redditi Primari (cfr. Figura 6) da parte degli Investimenti di Portafoglio riflette la circostanza che circa il 23% del debito pubblico statunitense è in mano straniera o esterovestito (oltre 7 trilioni), dato che è custodito in altri paesi. Due trilioni di dollari sono custoditi dai soli Giappone e Cina (cfr. Figura 7). Il dato viene confermato dagli importanti afflussi di liquidità del Conto Finanziario (cfr. Figura 8).

Figura 6. Redditi Primari – saldi cumulati su 4 trimestri
[Anni 1995-2022] – (miliardi \$)



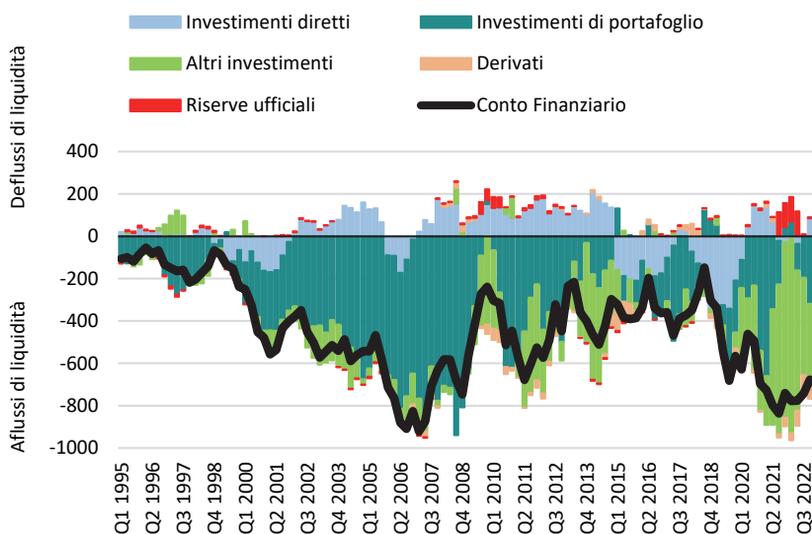
Fonte: FMI – elaborazioni dell'autore.

Figura 7. Principali detentori esteri del debito pubblico
[Anno 2022] – (miliardi \$)



Fonte: Dipartimento del Tesoro USA – elaborazioni dell'autore.

Figura 8. Conto Finanziario – Saldi cumulati su 4 trimestri
[Anni 1995-2022] – (miliardi \$)



Fonte: FMI – elaborazioni dell'autore.

Il peggioramento del dato riferito ai Redditi Primari da Altri Investimenti riflette invece l'incredibile erogazione di credito dall'estero nel periodo post-pandemico, anche a servizio del deficit commerciale, e ovviamente riflette l'impatto del rialzo dei tassi di interesse impresso dalla FED.

Questo rialzo ha effetti dirompenti anche sul settore privato che – tenuto conto dell'elevato rapporto debito privato/PIL (intorno al 220% secondo i dati OCSE) – producono inevitabili riduzioni del potere d'acquisto; una riduzione che si aggiunge a quelle derivanti dall'inflazione, determinando un impatto negativo sui consumi.

Tale impatto non è un aspetto di poco conto, considerato che l'economia statunitense è un'economia *consumer driven*, in quanto il suo Prodotto Interno Lordo è composto per circa il 68% dai Consumi privati.

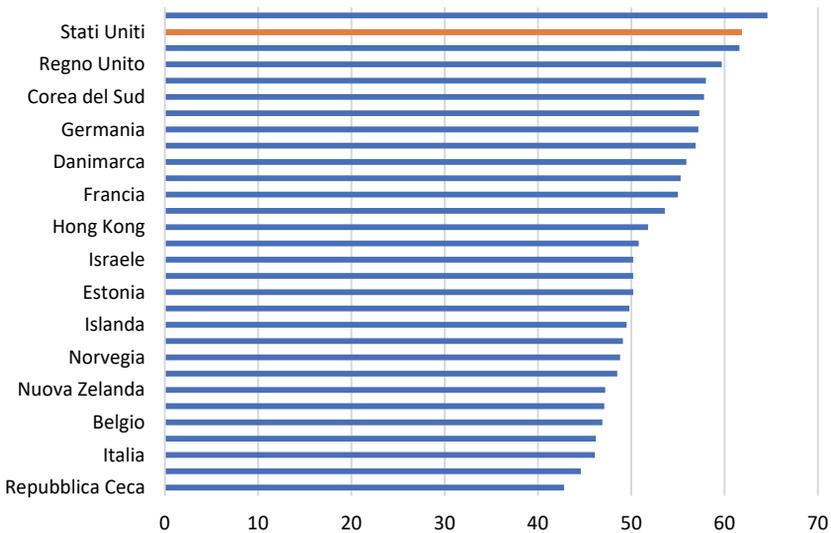
Ciò che emerge è quindi un'economia americana a due velocità, dove la *Bideneconomics* sostiene la produzione industriale, mentre inflazione, restrizioni di bilancio e la politica monetaria restrittiva della FED rallentano i Consumi privati.

Un fattore che ha contribuito notevolmente all'egemonia economica degli Stati Uniti è l'utilizzo del Dollaro quale valuta di pagamento globale.

Dal 1871 l'economia statunitense ha il primato di essere la più grande al mondo; negli ultimi trent'anni è cresciuta più del vecchio Continente e del

Giappone, mostrando un tasso di innovazione senza precedenti, come emerge dal *Global Innovation Index* elaborato dal *World Intellectual Property Organization* (cfr. Figura 9).

Figura 9. Global Innovation Index
[Anno 2022]



Fonte: World Intellectual Property Organization – elaborazioni dell'autore.

Il PIL statunitense, che negli anni '90 rappresentava il 40% di quello dei Paesi del G7, oggi è al 60%. Tutto bene quindi? Non proprio. La politica economica *made in USA* deve ora misurarsi con le dinamiche dell'economia del Dragone, il cui PIL si prevede superi quello statunitense nel 2030, e che comunque è già avanti agli USA in termini di parità del potere d'acquisto.

Il “confronto” economico-finanziario tra questi due giganti avviene su tutti i fronti e la Cina sa che per farsi strada in maniera strutturale deve scardinare i paradigmi del successo statunitense, primo tra tutti il “regno” incontrastato del Dollaro.

Non vi è affatto alcun dubbio che una parte del successo statunitense derivi dalla dollarizzazione dell'economia globale, un processo lento ma inesorabile che cominciò più di cent'anni fa.

Due guerre mondiali, infatti, e l'indiscusso dominio secolare della sterlina, come valuta globale, lasciano il passo al dollaro. Il processo di dollarizzazione dell'economia del mondo raggiunge il suo apice alle soglie del nuovo millennio e ora potrebbe mostrare segni di cedimento.

La prima guerra mondiale aveva infatti portato negli Stati Uniti – prima in quanto territorio non belligerante e poi perché comunque al sicuro data la posizione geografica – gran parte delle riserve auree dei paesi coinvolti nel conflitto. Successivamente, complice la ricostruzione post-bellica, durante la Conferenza di Genova nel 1922 venne definito un nuovo sistema monetario internazionale e il dollaro rafforzò il suo ruolo.

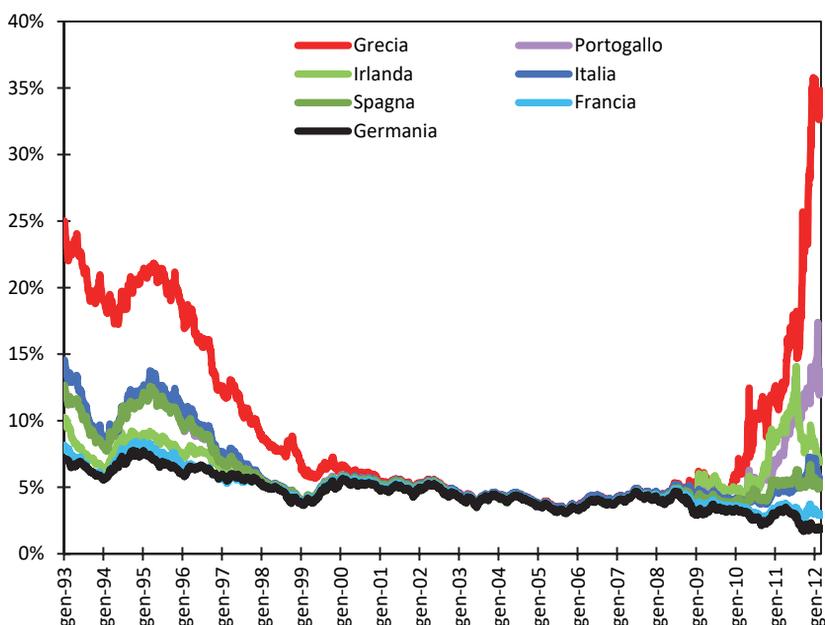
Sul finire del secondo conflitto mondiale, nel 1944, vennero siglati gli accordi di Bretton Woods, che istituzionalizzarono formalmente il *Gold Exchange Standard*, che consentiva la conversione delle valute in una valuta straniera (il Dollaro), a sua volta convertibile in oro. Era stato creato una sorta di giunto cardanico oro-dollaro-altre valute; a garanzia del funzionamento del “giunto” serviva un’efficace regolazione del prezzo dell’oro, che arrivò nel 1961 con l’accordo di Londra tra gli Stati Uniti e altri 7 Paesi (*London Gold Pool*). Con gradualità la regolamentazione monetaria globale stava avviando una formidabile promozione del dollaro quale valuta di riferimento.

A fine degli anni '60 la domanda di dollari era talmente rilevante – per il regolamento di transazioni mondiali dell’economia reale (relative a merci, petrolio *in primis*) e dell’economia finanziaria (prodotti finanziari e derivati sulle merci), accompagnata dalla primazia del sistema finanziario statunitense – che, con lo *Smithsonian Agreement*, nel 1971 si dovette porre fine alla convertibilità del dollaro in oro.

Il conseguente effetto stagflattivo (inflazione unita a recessione) non fermò comunque la diffusione del dollaro, complice la *Reaganomics* prima (anni '80) e la *new economy* (anni '90) successivamente.

Con il nuovo millennio qualcosa cambia. Nasce l’Eurozona e sui mercati finanziari i rischi cominciano ad essere regolati anche in Euro, se non altro per l’evidente vantaggio del sistema finanziario del vecchio Continente di non doversi coprire dal rischio di cambio con il Dollaro. Numerosi sono i contratti derivati su merci e strumenti finanziari che puntano su un regolamento in Euro e che si avviano timidamente ad affiancare quelli in dollari. La crisi dei debiti sovrani del 2011 porta purtroppo alla rottura del paradigma “una valuta-una curva dei tassi di interesse”. Questa criticità viene rappresentata plasticamente dalla nascita del *credit spread* tra i debiti sovrani dei vari Paesi dell’Eurozona (cfr. Figura 10).

Figura 10. Eurozona, evoluzione dei tassi di interesse governativi
[Anni 1993-2012] – (percentuale)



Fonte: Bloomberg L.P. – elaborazioni dell'autore.

Questi spread e le relative volatilità possono essere assimilati a delle “valute ombra” tra nuove valute quotate nell’economia finanziaria (i.e. l’Euro-Lira, l’Euro-Pesetas, l’Euro-Marco, l’Euro-Franco, l’Euro Dracma, ecc.). Proliferano le ricerche che stimano le probabilità di rottura dell’Euro e l’industria finanziaria ritira dal mercato questi contratti, in quanto alla fine rappresentavano solo un’ulteriore incertezza nella gestione dei rischi.

La forza del Dollaro rimane pertanto indiscussa mentre cresce l’altra minaccia rappresentata dai Paesi emergenti, Cina in primis. È il 2009 e la *People bank of China* rappresenta l’esigenza di tornare alla proposta di una valuta universale sullo stile del *Bancor* che John Maynard Keynes propose proprio in occasione degli accordi di Bretton Woods, ma che era rimasta sulla carta.

Da quel momento la politica economica del dragone ha spinto verso la direzione della de-dollarizzazione dell’economia globale, proponendo la propria valuta come mezzo di regolamento, per il momento, di transazioni dell’economia reale, essendo complesso insidiare la dominanza finanziaria statunitense.

La strada intrapresa è stata quella degli accordi bilaterali, innanzitutto con i Paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica), che condividono il progetto (alternativo alla World Bank) della *New Development Bank*.

A questa operatività si è poi affiancata quella di sviluppare per primi su larga scala una valuta digitale di banca centrale (l'e-Yuan), che in qualche maniera mira ad aumentare lo spettro di utilizzo della valuta del Dragone.

Infatti, quello delle valute digitali è un altro tema che insidia la dollarizzazione dell'economia globale, come anche altri temi altrettanto rilevanti, quali la stessa gestione della politica monetaria e la capacità di controllare i movimenti di capitale. Su questo aspetto la Banca Centrale Statunitense (FED) risulta incredibilmente in ritardo, soprattutto in considerazione della partita in gioco, e cioè il controllo tramite il Dollaro delle politiche economiche degli altri Paesi e la possibilità di determinare per gli stessi esternalità negative.

La circostanza che la valuta di un Paese sia il punto di riferimento di altri Paesi consente agli USA, infatti, di interferire con la loro politica economica sia sul fronte commerciale che finanziario, ad esempio, non fornendo la valuta necessaria al regolamento delle transazioni.

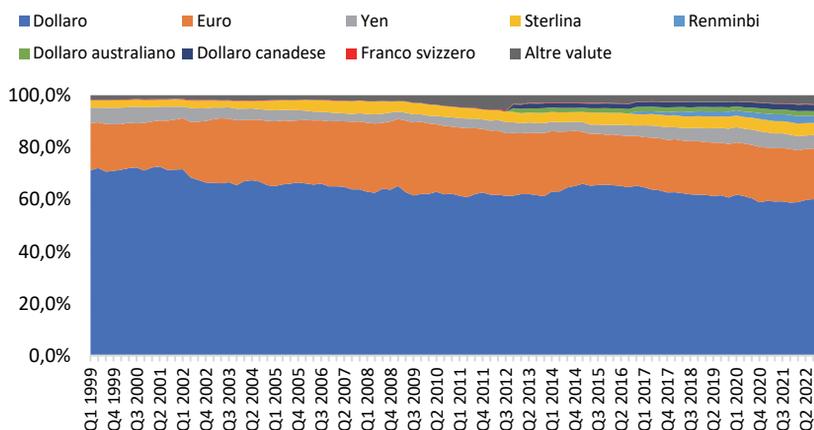
Gli Stati Uniti in varie occasioni hanno utilizzato il “controllo” del Dollaro e dei connessi sistemi di regolamento delle transazioni per condizionare le scelte di policy di altri Paesi, ovvero per infliggere sanzioni economiche, ovvero ancora per accompagnare attività militari. Si pensi alla Guerra del Golfo, alle restrizioni economiche alla Russia del 2014 o all'occupazione della Siria nonché, da ultimo, al conflitto russo-ucraino.

Si tratta di un chiaro esempio di ciò che Joseph S. Nye Jr. ha definito come “*soft power*”, contrapponendolo all’“*hard power*” ovvero al mero uso della forza militare.

È chiaro che la consapevolezza di questo “potere” di indirizzo non passa inosservata ed oggi i sistemi-Paese che mirano ad una dimensione globale si costruiscono reti di protezione e sistemi autonomi di regolamento, come appunto ha fatto la *People Bank of China*.

Paradossalmente le sanzioni economiche inflitte alla Russia e i blocchi delle forniture del gas hanno accelerato questo processo, come emerge dall'erosione della quota di riserve in dollari nei bilanci delle Banche centrali. Si è passati infatti dal 75% dell'inizio del nuovo millennio, al 55% del 2021 e a circa il 45% nel dato più recente (cfr. Figura 11).

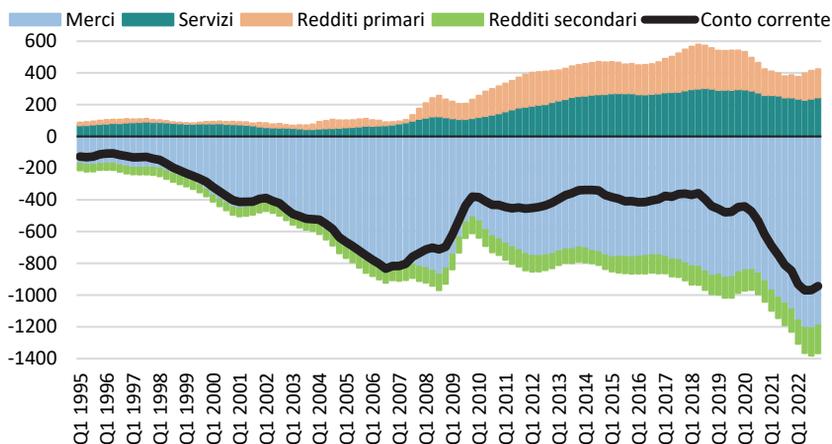
Figura 11. Composizione delle riserve valutarie delle banche centrali
[Anni 1999-2022] – (percentuale)



Fonte: FMI – elaborazioni dell'autore.

Da queste considerazioni il destino del “re Dollaro” parrebbe quindi segnato e invece non è proprio così. Se si va ad esaminare infatti il “mercato” Forex (cioè il mercato *over the counter* degli scambi delle valute), la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) evidenzia come lo scambio del Dollaro al momento sia in crescita, arrivando a sfiorare il 90% in termini di *turnover* riflettendo in fondo l'incredibile *deficit* commerciale statunitense (cfr. Figura 12).

Figura 12. Conto Corrente – Saldi cumulati su 4 trimestri
[Anni 1995-2022] – (miliardi \$)

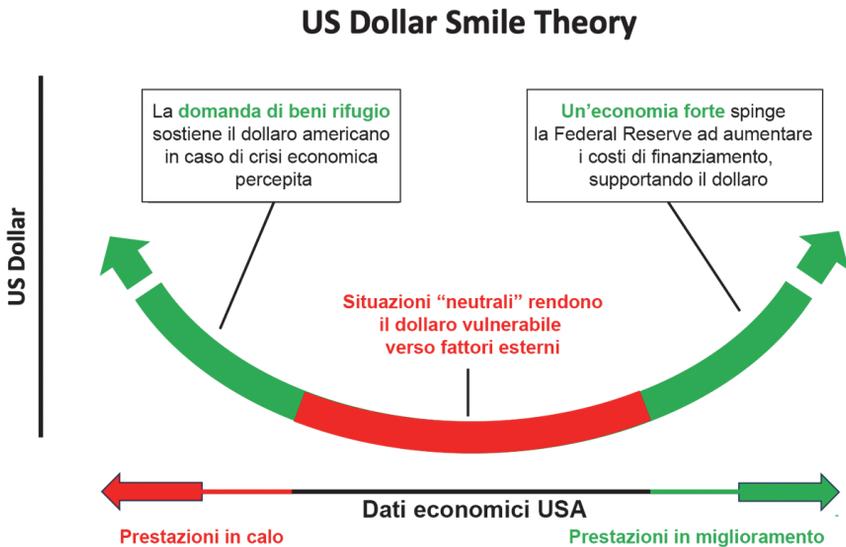


Fonte: FMI – elaborazioni dell'autore.

È evidente che, al momento, l'economia statunitense presenta un *plus* rispetto a quella del Dragone, dato dalla sua grande reputazione e, come i dati della bilancia dei pagamenti mostrano, investire nell'economia dello Zio Sam, siano dollari o *Treasuries* o azioni, è ancora un porto sicuro (*safe heaven*); si pensi che chi ha investito nell'S&P500 trent'anni fa ha ottenuto un rendimento medio del 10% annuo. Non a caso, la stessa Cina è il secondo detentore straniero al mondo di titoli di Stato americani (con quasi 900 Bilioni investiti).

Insomma, la *Smile Dollar Theory* di Stephen Jen, la cui rappresentazione grafica richiama un sorriso al fine di rappresentare i due possibili scenari che portano allo stesso risultato, ossia al rafforzamento del dollaro, sia quando l'economia USA è robusta (in quanto arrivano i capitali degli investitori), che quando l'economia globale è fragile (in quanto gli investitori cercano il *safe heaven*). La *Smile Dollar Theory* per ora a superare l'esame dei suoi vent'anni (cfr. Figura 13).

Figura 13. US Dollar Smile Theory



Resta comunque difficile ipotizzare che le prospettive globali permarranno mono-polari, magari con un nuovo passaggio di consegne dal Dollaro allo Yuan (dopo quello dalla Sterlina al Dollaro di cent'anni fa). La scelta della Presidenza Biden di un *re-shoring* (politica di reinternalizzazione – in un Paese – delle catene del valore) intelligente che coinvolga anche importanti partner commerciali stranieri va certamente nel verso giusto; importante sarebbe un'accelerazione sulla valuta digitale di banca centrale,

che, vista la reputazione statunitense, potrebbe spiazzare l'e-Yuan del *first mover* cinese. In ogni caso, pensando a nuovi equilibri globali, reingegnerizzare il Bancor di Keynes in chiave digitale potrebbe essere il "*in medio stat virtus*" per gestire la "guerra valutaria" in atto, e rendere disponibile un nuovo strumento quanto mai necessario per affrontare gli squilibri e le diseguaglianze sempre più evidenti nel mondo.

In ogni caso, se gli USA e, più in generale, l'Occidente vorranno evitare di perdere la sfida globale con il Paese del Dragone, sarà necessario ripensare all'utilizzo di tutte le leve offerte dal *soft power* per contrastare la progressiva "cattura" nella sfera d'influenza cinese dei paesi africani, asiatici e del Sud America che, invece, è in atto a suon di finanziamenti, aiuti materiali, realizzazione di infrastrutture, apertura e gestione di nodi logistici, proiezioni di potenza, facendo leva sugli indiscutibili errori sin qui commessi da un Occidente troppo spesso "predatorio". Si tratta, in altre parole, di sfruttare il potenziale economico e morale degli USA e dei loro partner per evitare che la Cina domini lo scacchiere mondiale grazie anche alla maggior facilità con cui può trattare con certi regimi, dato che il rispetto dei diritti umani sembra rientrare tra le sue priorità.

