

Il sistema finanziario che ci attende: nuovi equilibri internazionali per una ripresa sostenibile

ConfronTi09

26 novembre 2009 -- Monte Verità – Ascona

Pietro Veglio, economista, membro CdA SERV

Schema presentazione

1. Cause della crisi attuale: fra micro e macro.
2. Evoluzione e dimensione degli squilibri globali: la sovrabbondanza del risparmio.
3. Come ridurre gli squilibri globali?
4. Uno squilibrio nell'economia reale: il petrolio.
5. Necessità di riformare la governance globale.
6. Conclusioni.

1. Cause della crisi: fra micro...

Sottovalutazione dei rischi e regolamentazione inefficace:

- Percezione insufficiente dei rischi cumulativi in mercati finanziari liberalizzati con attori economici altamente competitivi.
- Paesi creditori: sottovalutazione dei rischi dovuti all'aumento dei prestiti transfrontalieri in economie emergenti ancora fragili (es. alcune banche svedesi nei confronti dei paesi baltici).
- Paesi debitori: sottovalutazione dei rischi causati dall'indebitamento in valute estere (es. alcuni paesi dell'Europa dell'est; paesi baltici).

1. Cause della crisi: fra micro...

- Percezione insufficiente da parte di creditori e debitori del rischio-volatilità dei tassi di cambio in un contesto di liberalizzazione dei movimenti di capitale.
- Incapacità di analizzare l'alto rischio inerente all'instabilità dei tassi di cambio nel contesto di valute diversificate non più ancorate a tassi di cambio fissi.
- Insufficiente modernizzazione delle istituzioni globali (FMI, Global Stability Forum, ecc.) regionali (BCE, ecc.) e delle agenzie di rating.

1. Cause della crisi: ... e macro

- Ma gli **squilibri globali** hanno creato le condizioni propizie alla crisi:
 - 2004-07: Bassi tassi di interesse a corta e lunga scadenza in parallelo con deficit fiscali nei paesi industrializzati ed alti tassi di crescita dell'economia mondiale.
 - Aumento esplosivo del deficit della bilancia corrente dei pagamenti USA.
 - Disavanzo della bilancia dei pagamenti USA: risultato di un eccesso di consumo USA basato sull'indebitamento individuale. Ha permesso crescita notevole dell'economia mondiale ma non sostenibile a termine.

1. Cause della crisi: ... e macro

- Un certo numero di Paesi (Cina, Giappone, Germania, Paesi esportatori di petrolio, ecc.) non hanno utilizzato internamente gran parte del risparmio domestico, nonostante i bassi tassi di interesse. Hanno esportato le eccedenze, principalmente verso gli USA.
- I risparmi più sostanziali sono la conseguenza di politiche pubbliche mirate a mantenere bassi i tassi cambiari (es.: sottovalutazione dello Yuan cinese) e a promuovere l'export e l'accumulazione delle riserve valutarie (lezione dalla crisi asiatica del 1997-98).

2. Evoluzione e dimensione degli squilibri economici globali

Sovrabbondanza dei risparmi a livello globale:

- Diminuzione dei tassi globali di risparmio nei paesi industrializzati.
- Diminuzione dei tassi di investimento nei paesi industrializzati (dall'inizio 1990).
- Aumento dei tassi di risparmio ed investimento dei paesi emergenti e produttori di petrolio (eccezione: 1997-98).
- I paesi industrializzati sono diventati importatori netti di risparmio e capitali (tassi risparmio < tassi investimento).
- Tassi di risparmio delle economie emergenti e dei Paesi produttori di petrolio > tassi investimento (esportatori netti di capitali).

2. Evoluzione e dimensione degli squilibri economici globali

Concretamente:

- I Paesi con bassi tassi di risparmio (USA, UK, Europa centrale ed orientale) hanno importato capitali.
- Quelli con alti tassi di risparmio (Giappone, economie emergenti asiatiche, Cina, India, esportatori di petrolio) hanno esportato capitali.
- **Paesi risparmiatori: Paesi in via di sviluppo e emergenti; Paesi consumatori: USA e UK.**
- Variazioni estreme nei tassi di risparmio:
 - USA: 14% PIL
 - Cina: 59% PIL

2. Evoluzione e dimensione degli squilibri economici globali

- USA: alta dipendenza dai paesi risparmiatori (ca. 1/3 investimenti finanziato da fonti estere).
- Paesi in via di sviluppo:
 - Paesi asiatici (senza Cina): risparmiatori importanti con eccedenze delle bilance dei pagamenti.
 - Cina: tassi di investimento estremamente alti che coincidono con tassi di risparmio ancora più alti.
 - Risparmio economie domestiche molto elevato.
 - Risparmio delle imprese ancora più elevato.
 - Governo centrale con alto tasso di risparmio.
 - Consumi individuali < 50% PIL mentre la Cina esporta massicciamente capitali (nonostante forte povertà interna)

2. Evoluzione e dimensione degli squilibri economici globali

- Esportatori petrolio: piu' cauti nella spesa dei loro risparmi e con eccedenze importante nella bilance dei pagamenti (12% PIL).
- Altre economie emergenti: in equilibrio.
- Paesi industrializzati:
 - Giappone: + 28% PIL
 - Zona Euro: grosso modo in equilibrio (D: +: E: -).
 - Europa occidentale (con CH, Norvegia, senza UK) con eccedenza nel 2006.
- USA: risparmio = 14% PIL (grazie al risparmio delle imprese; ma risparmio economie domestiche solo 2-3% PIL).
- **USA hanno assorbito ca. 70% dell'eccesso di risparmio nel resto del mondo.**

2. Evoluzione e dimensione degli squilibri economici globali

- **Sovrabbondanza del risparmio vs. eccesso di liquidità:**
 - Negli ultimi 10 anni: sovrabbondanza crescente dei risparmi globali in relazione ai livelli di investimento + bassi tassi reali di interesse.
 - Distribuzione regionale diseguale dell'eccedenza del risparmio. Concentrazione in Asia orientale ed esportatori di petrolio.
 - Le politiche fiscali e monetarie USA hanno controbilanciato indirettamente l'eccesso di risparmio.
 - Le politiche dei Paesi emergenti hanno creato l'eccesso di risparmio globale (tassi di cambio sottovalutati).
 - **I bassi tassi d'interesse e l'eccesso di risparmio globale hanno creato un eccesso di liquidità ("liquidity tsunami"):**
 - aumento dei prestiti e accesso facilitato agli stessi
 - tendenza ad assumere rischi spropositati
 - compressione dei margini sugli interessi ('risk spreads').
- USA: tendenza all'eccesso dei consumi e all'insufficienza degli investimenti facilitati da una politica monetaria espansionista.

3. Come ridurre gli squilibri economici globali?

- *'Good news'*: La crisi finanziaria ha contribuito a ridurre parzialmente gli squilibri economici globali:
 - I paesi con deficit della bilancia dei pagamenti (USA, UK, E, Europa orientale) hanno aumentato i livelli di risparmio.
 - In certi casi (Ucraina, Kazakistan): attraverso la svalutazione della moneta nazionale.
- Ma cambiare le abitudini al consumo ed al risparmio non è semplice. Dilemma nella definizione delle misure specifiche di politica economica e dell'orizzonte temporale. Grossi interessi nazionali, regionali o locali in gioco.

3. Come ridurre gli squilibri economici globali?

- Es. Cina: le misure di rilancio economico hanno privilegiato l'accesso facilitato al credito, il rilancio degli investimenti e le opere di infrastruttura. Ma:
 - Senza nessuna rivalutazione dello Yuan (cio' che promuoverebbe l'import ed i consumi interni e renderebbe piu' caro l'export).
 - Poche misure strutturali per ridurre il risparmio ed aumentare i consumi (creazione di un sistema pensionistico; assicurazione malattia; gratuità insegnamento; ecc.).
- Altri Paesi con eccedenze di risparmio (D, economie asiatiche) sono ancora reticenti a ridurre l'export.

3. Come ridurre gli squilibri economici globali?

- **Attraverso l'analisi indipendente ed il dialogo:**
 - Un FMI piu' credibile: via '*peer reviews*' delle politiche macroeconomiche (compresi gli squilibri) dei singoli membri. Il FMI avrà la capacità di imporre certe misure nell'interesse globale? (vedi Organizzazione Mondiale del Commercio)
 - Attraverso il dialogo economico e politico bilaterale (es. G2 fra USA e Cina):
 - Una domanda interna cinese ed un risparmio USA piu' elevati contribuirebbero a riequilibrare l'economia globale.
 - L'*escalation* nel protezionismo (USA: dazi doganali protettivi; Cina: manipolazione del tasso di cambio) non è utile a nessuno.
 - La rivalutazione dello Yuan aumenterebbe il potere d'acquisto dei consumatori cinesi e la loro partecipazione relativa nel reddito nazionale. Incentiverebbe il riorientamento degli investimenti.
 - Nell'ambito di un dialogo economico piu' ampio (es. Agenda cambiamenti climatici; Doha round dell'OMC; ecc.)

4. Uno squilibrio nell'economia reale: i prezzi del petrolio

- Non è più soltanto una risorsa energetica (*commodity*) ma un attivo finanziario.
- Instabilità e volatilità 'distruttiva' dei prezzi:
 - 11.7.08: \$147.27;
 - 11.7.09: \$ 59.87.
- Cambiamenti radicali nelle condizioni-quadro:
 - Dalle compagnie petrolifere private alle grandi imprese pubbliche dei paesi produttori.
 - 15 fra le 20 maggiori imprese petrolifere sono oggi imprese statali;
 - Insieme controllano l'80% delle riserve di petrolio.
 - Il commercio del greggio oggi include fondi pensionistici, gestori di fondi istituzionali e di fondazioni private, *hedge funds*, ecc.
 - Il futuro del petrolio come fonte energetica è controverso.

4. Uno squilibrio nell'economia reale: i prezzi del petrolio

-- Nel passato i mercati dominanti erano USA, Europa occidentale e Giappone. 1991: la Cina era ancora un esportatore di petrolio.

– Mercati dominanti odierni: Cina, India, altri paesi emergenti (Brasile, Indonesia) e Medio Oriente.

Globalizzazione della domanda:

- 2000-2007: aumento della domanda giornaliera = 9.4 milioni di barili. Ca. 85% dovuto alle economie emergenti.
- Molteplici cause dell'aumento dei prezzi. La ragione principale è stato l'aumento esponenziale della domanda nei paesi emergenti, non la speculazione.

4. Uno squilibrio nell'economia reale: i prezzi del petrolio

Futuro del petrolio

- L'agenda dei cambiamenti climatici determinerà come il greggio (ed altre energie fossili) verrà utilizzato ed in quali quantità.
 - Limiti alle emissioni e permessi di emissioni di CO2 negoziabili.
 - Tasse sulle energie di origine fossile.
- Lo sviluppo di nuove tecnologie per migliorare l'efficienza ed il risparmio energetico, la cattura di CO2 e la produzione di petrolio.
- **L'equilibrio fra offerta e domanda continuerà ad influenzare i prezzi del greggio.**
- **Una maggiore regolamentazione sulle attività speculative non potrà eliminare i cicli economici o le leggi dell'offerta e della domanda.**
- **Auspicabile: un'economia meno dipendente dal petrolio!**

5. Necessità di riformare la governanza globale

- Dal G8 al **G20**: un cambiamento cosmetico o epocale?
- Perché è importante cambiare la governanza delle istituzioni globali come rivendicato dai paesi emergenti.
 - Cambiamento delle realtà economiche e politiche mondiali.
 - Es. del FMI e della Banca mondiale create alla fine del 1944.
 - La credibilità delle istituzioni globali è in gioco.
 - Ruolo del FMI e del Financial Stability Forum nella *surveillance* delle politiche macro-economiche e della regolamentazione dei settori finanziari.
- **Ma i leaders sono all'altezza delle nuove sfide?**

6. Conclusioni: mercati finanziari globali

- *"The emergence of today's global financial markets can be likened to the invention of the jet airplane. We can go where we want to go much more quickly, we can get there more comfortably, more cheaply and most of the time more safely – but the crashes when they occur are that much more spectacular". (Laurence Summers, current Director of the National Economic Council)*
- *"While imbalances did not cause the current financial crisis – I believe lax regulation bears a far greater onus-- these imbalances certainly helped create the conditions for the crisis". (...) An orderly unwinding of imbalances might put a lid on global growth during the adjustment, but is fundamental to achieve sustainable global growth". (Nuriel Roubini, New York University)*

6. Conclusioni

Petrolio

"One part of the solution is not only enhancement of the already considerable regulation of the financial markets where oil is traded, but also greater transparency and better understanding of who the players are in the rapidly expanding financial oil markets. But regulatory changes cannot eliminate market cycles or repeal the laws of supply and demand in the world's largest organized commodity market."

(Daniel Yergin, Foreign Policy, Sep/Oct 2009, pag. 95)