



---

**CONFCOMMERCIO**  
IMPRESE PER L'ITALIA

PRESENTAZIONE DI PAOLO SAVONA

AL FORUM:

**“I PROTAGONISTI DEL MERCATO E  
GLI SCENARI PER GLI ANNI 2000”**

12 e 13 marzo 2010  
“Villa d’Este” – Cernobbio (Como)

Riprodotta da The European House-Ambrosetti per esclusivo uso interno.



**GENERALI**



The European House  
Ambrosetti



**INTESA**  **SANPAOLO**






## ***Oltre la crisi: il ritorno alla crescita nello scenario economico internazionale***

*Intervento di Paolo Savona  
alla  
11ª edizione del Forum Confcommercio/  
The European House-Ambrosetti  
sui  
Protagonisti del mercato e gli scenari per gli anni 2000  
Villa d'Este di Cernobbio, 13 marzo 2010*



## **Il peggio è passato. L'eredità della crisi 2007-09**

- Minore saggio reale di sviluppo, lontano dai massimi raggiunti in passato
- Disoccupazione elevata
- Cambi esteri in precario equilibrio
- Abbondante liquidità usata principalmente per fini speculativi
- Disavanzi pubblici elevati
- Debiti pubblici in rapida crescita



## Sviluppo del reddito e dell'occupazione

- Vi è un generale consenso sul fatto che la ripresa sia ancora sostenuta in Cina, India e paesi asiatici, sia nuovamente in atto negli Stati Uniti e in Giappone (con una rispettiva accelerazione del 5,9 e 4,6%), nella gran parte dei paesi sudamericani e in Australia, Egitto, Israele e Arabia Saudita
- Solo nell'Unione Europea, con eccezione della Francia, la ripresa è in ritardo
- L'inflazione resta sotto controllo, ma milioni e milioni di persone sono in cerca di lavoro e non ricevono dalla politica una risposta al loro problema


3



## *Exit strategy* dalle politiche o dai loro effetti?

- Il termine *exit strategy* è stato usato per indicare la necessità di rientrare dalle politiche “non convenzionali” di abbondante liquidità e di elevata spesa pubblica in disavanzo per evitare una ripresa dell'inflazione e un eccessivo assorbimento del risparmio privato da parte del settore pubblico
- L'esitazione nell'intraprenderla è dovuta ai timori di frenare i sintomi di ripresa della domanda e produttiva, causando nuova disoccupazione
- Il problema non è esploso dal lato dell'inflazione, ma dei debiti pubblici, alcuni già percepiti, altri no


4



## Perché è accaduta questa “deviazione”?

- *Innanzitutto* perché il problema dell'eccesso di debito e della crisi produttiva non è stato risolto ed è stato trasferito al settore pubblico, aumentando i deficit di bilancio e trasmettendoli all'indebitamento degli Stati
- *Inoltre* perché ancora una volta sono stati protagonisti i derivati complessi che, con la loro opacità e difficile valutazione dei rischi da essi stessi creati, hanno mascherato parte dei problemi che andavano delineandosi nei debiti pubblici centrali e locali

5



## La centralità del dollaro, dei derivati e dei debiti pubblici

- Dopo la diffusione dei derivati, al cui uso indiscriminato si può far risalire la crisi 2007-09, nulla è più come prima, né per i mercati, né per le politiche economiche (Greenspan, Soros, Buffet)
- Il dollaro resta il punto vulnerabile del mercato globale (Paulson)
- Chi frequenta i Forum Ambrosetti ricorderà la mia tesi che un'analisi o una previsione economica che non prenda in esplicita considerazione il dollaro e i derivati è una pura astrazione

6



## Il problema del dollaro

- Al minimo della domanda interna negli Stati Uniti ha continuato a corrispondere un passivo dei conti correnti con l'estero, oggi pari a 465 mld di dollari, 3,2% del loro PIL
- L'attivo corrispondente si trova nei conti della Cina (284 mld e 4,7% del PIL), della Germania (169 mld e 5,2% del PIL) e del Giappone (142 mld e 2,8% del PIL)
- Poiché la Germania "serve" in tutto o in parte i deficit di Spagna (-73 mld/4,5%), Italia (-68 mld/2,5%) e Francia (-53 mld/1,8%), gli Stati Uniti devono raccogliere risparmi anche nei paesi arabi, soprattutto Saudi Arabia (134 mld/11,5%)
- L'indebitamento americano non pare sostenibile


7



## Il problema del dollaro.1

- Poiché i cambi della Cina sono fissi, quelli del Giappone in regime *dirty* (con interventi delle autorità) e quelli della Germania sono fissi all'interno e fluttuanti all'esterno per via dell'euro, gli sbilanci sono originati dalla diversità nei regimi di cambio
- Lo sviluppo globale (in particolare europeo) è esposto ai mutamenti di queste politiche (vedi recente annuncio del governatore della banca centrale cinese favorevole ai cambi fluttuanti)
- Ad esempio, oggi il dollaro è forte e va drogando lo sviluppo europeo, ma per quanto tempo?


8



## Le valutazioni prevalenti sull'utilità dei derivati

- La letteratura ritiene che i derivati abbiano la proprietà
  1. di gestire meglio il rischio
  2. di prevedere meglio il futuro
  3. di limitare le asimmetrie informative
  4. di ridurre gli *spread* richiesti
  5. di attenuare vincoli e frizioni del mercato

9



## Le mie contro obiezioni alle tesi della maggioranza degli economisti

1. Non solo gestiscono i rischi, ma li creano
2. Non solo prevedono gli andamenti, ma li determinano
3. Riducono le asimmetrie solo per gli esperti, ma le ampliano per gli operatori comuni di mercato, compresi i pubblici
4. Riducono gli *spread*, perché con essi gli operatori perdono la percezione del rischio
5. Accrescono le frizioni sul mercato

10



## Quali caratteristiche può avere una nuova regolamentazione?

- “Per non gettare via il bambino con l’acqua sporca” occorre estendere la stessa regolamentazione per tutti i comparti del mercato (monetari, finanziari e derivati) al fine di evitare che l’attività si muova, come accaduto, verso quelli meno regolamentati
- Occorre respingere inoltre l’idea che esistano differenze tra il comparto monetario (bancario) e gli altri comparti del mercato, dato che oggi qualsiasi titolo vale per la sua liquidabilità, ossia la possibilità d’essere trasformato in moneta *on demand*

11



## Conclusioni

- Disponiamo oggi di analisi teoriche e strumenti pratici per contrastare ogni genere di crisi, ma non per il rilancio produttivo, che viene affidato al mercato
- Le crisi sono normalmente “di sistema” (sistemiche), un sistema oggi globale
- Ciò che manca è il consenso politico per procedere insieme per risolvere le “emergenze globali” (non solo economiche)
- Esiste una crescente inconciliabilità tra “mercato politico nazionale” e “mercato economico globale” il quale, non potendosi risolvere alla radice per l’esistenza delle sovranità nazionali, richiede accordi internazionali più avanzati sui regimi di cambio, il dollaro e le regole monetarie e finanziarie

12