Il paradosso dei fondi sovrani

di Rony Hamau

Secondo la teoria economica, i paesi emergenti in forte crescita dovrebbero essere importatori netti di capitale e non esportatori. Dovrebbero anche utilizzare i surplus commerciali per aumentare le riserve ufficiali a disposizione delle autorità monetarie. Invece creano fondi sovrani. Le ragioni sono molte. Ma c'è il rischio che si cada in tentazioni protezionistiche di natura finanziaria. Appellarsi alla trasparenza non basta. Meglio un'iniziativa a livello internazionale che limiti l'attività dei fondi sovrani. A partire dal controllo delle imprese.

Perché un crescente numero di paesi in via di sviluppo, non solo produttori di materie prime, continua ad accumulare ingenti attivi commerciali che utilizza per effettuare investimenti all'estero? In altre parole, perché paesi emergenti in forte crescita risultano sempre più spesso esportatori netti di capitale invece che importatori netti così come previsto dalla teoria economica? Questi paesi, infatti, hanno una minor dotazione di capitale e una maggior produttività rispetto a quelli sviluppati. Pertanto, in base alle teorie neoclassiche dovrebbero attirare fondi dall'estero.

Perché i governi di un crescente numero di paesi emergenti preferisce creare fondi sovrani, che investono in attività poco liquide e più rischiose, invece che aumentare le **riserve ufficiali** a disposizione delle loro autorità monetarie al fine di affrontare eventuali crisi valutarie, come hanno fatto negli ultimi due secoli? Oggi si stima che oltre venti paesi emergenti posseggano fondi sovrani che gestiscono circa **3 trilioni di dollari**, mentre altri paesi si accingono a crearne. Ai ritmi di crescita attuali questi fondi disporranno di oltre 10 trilioni di dollari fra solo quattro anni. Perché i governi dei paesi sviluppati, che negli ultimi decenni hanno faticosamente privatizzato le loro economie e ancora stentano a liberalizzare alcuni servizi dovrebbero accettare di buon grado che fondi sovrani di paesi in via di sviluppo comprino le loro banche e imprese?

CRESCITA E CAPITALI

Al primo paradosso, per altro osservato da Robert Lucas in un famoso articolo quasi venti anni fa, ha tentato di rispondere un recente lavoro di Prasad, Rajan e Subramanian. (1) Dopo aver verificato come i paesi in via di sviluppo che registrano una maggior crescita risultano sempre più spesso esportatori netti di capitali, lo studio avanza almeno quattro spiegazioni. In primo luogo le fuoriuscite di capitali permettono di mantenere sottovalutato il **tasso di cambio**. In questo modo agevolano i settori manifatturieri, vero motore della loro crescita economica. In secondo luogo, questi paesi faticano ad assorbire in termini di consumi e investimenti i forti surplus commerciali generati dalle esportazioni manifatturiere o di materie prime. Il risultato appare in larga parte dovuto alle inefficienze del settore finanziario, che non riesce soddisfare le necessità finanziarie di famiglie e imprese, che vorrebbero indebitarsi più facilmente per investire e consumare maggiormente. Inoltre è possibile che la **produttività** complessiva di questi paesi non sia così elevata come ipotizzano i modelli neoclassici e che pertanto risulti efficiente investire parte dei loro attivi all'estero. Infine, la letteratura economica ha spesso sottolineato l'estrema volatilità dei capitali esteri sui quali è difficile poter contare per realizzare uno sviluppo sostenibile e duraturo. Molto meglio contare sul **risparmio nazionale**, vero motore della crescita, anche se temporaneamente investito all'estero.

ALLA RICERCA DELLA REDDITIVITÀ

Il secondo paradosso è in parte figlio del primo, poiché in presenza di riserve valutarie così ampie è ragionevole che una parte possa venir investita in attività meno liquide e più redditizie. Come dimostrato da un recente lavoro di Goldstein, Razin e Tong l'allontanarsi dello spettro di crisi di liquidità induce gli operatori economici ad aumentare la quota di investimenti diretti rispetto a quelli di portafoglio. (2) Oggi le riserve ufficiali mondiali vengono stimate in **6 trilioni di dollari**, cifra evidentemente eccessiva per far fronte a crisi valutarie; poiché gli operatori ritengono sufficiente che un paese abbia riserve liquide per poter fronteggiare la fuoriuscita di capitali esteri che si può verificare in un anno, molti paesi posseggono attività in valuta che vanno ben al di là di questa misura. Infine i bassi tassi d'interesse che hanno caratterizzato il recente ciclo economico assieme all'enorme successo conseguito dai fondi di private equity hanno probabilmente contribuito a questo risultato. Non a caso, seppure i primi fondi sovrani nascano negli anni Cinquanta, il loro numero e la dimensione dei loro attivi aumenta enormemente solo dall'inizio di questo secolo, quando le politiche macroeconomiche dei paesi sviluppati sono diventate più lasche e l'innovazione finanziaria ha conosciuto un forte sviluppo.

TENTAZIONI PROTEZIONISTICHE

Rispondere all'ultimo paradosso risulta certamente più difficile. In linea generale, è interessante osservare come uno degli effetti più inattesi della globalizzazione sia quello di aver spostato il rapporto di forza dal settore privato a quello pubblico. Inoltre, appare evidente che le autorità preposte alla gestione delle riserve siano destinate ad assumere sempre meno il ruolo di creditori e sempre più quello di proprietari.

Qualcuno, ad esempio, ha paventato che i **fondi sovrani** diversifichino il loro portafoglio secondo la così detta regola: 25, 40, 30, cioè 25 per cento in obbligazioni, 45 per cento in azioni e 30 per cento in strumenti alternativi. Per altro è anche molto probabile che la stragrande maggioranza degli attivi accumulati dai fondi sovrani venga comunque investito in mercati liquidi. Tuttavia, il rischio di cadere in tentazioni protezionistiche, non più di natura commerciale ma finanziaria, appare forte. Qualche commentatore ha proposto la ricetta della **trasparenza** dei fondi sovrani quale antidoto a comportamenti scorretti da parte dei loro gestori. Tale arma tuttavia risulta alquanto spuntata in paesi privi di una reale democrazia economica. Molto meglio un'iniziativa a livello internazionale che limiti l'opera dei fondi sovrani, ad esempio, non permettano loro un **effettivo controllo delle imprese**, specialmente nei settori poco concorrenziali. Mario Monti ha suggerito un intervento a livello europeo, qualche altro commentatore ha tirato in ballo altri organismi internazionali quale il Fondo monetario internazionale. L'obiettivo è anche quello di evitare che tali iniziative non diventino un alibi per manovre protezionistiche a ben più ampio raggio.

(1)Eswar S. Prasad, Raghuram G. Rajan e Arvind Subramanian, "Foreign capital and economic growth", Nber Working Paper 13619, novembre 2007.

(2)Itay Goldstein, Assaf Razin e Hui Tong, "Liquidity, institutional quality and the composition of international equity outflows", Nber Working Paper 13723, gennaio 2008.