

# Considerazioni sulla riforma del sistema monetario e finanziario internazionale

ENZO GRILLI

## 1. Il problema della riforma e i suoi antecedenti più recenti

La riforma del Sistema Monetario Internazionale è nuovamente al centro dell'attenzione e del dibattito, seppure sotto egide e in forme diverse. Ve l'hanno riportata le numerose crisi di cambio degli anni '90, a cominciare da quella del sistema europeo dei cambi (il cosiddetto meccanismo dei tassi di cambio - MTC) del 1992-93, seguita dalla messicana del 1994-95 e infine da quella asiatica del 1997-98, i cui effetti si stanno ancora dispiegando. Tali sono state le ragioni immediate della nuova attenzione a questo problema che si trascina però fin dagli inizi degli anni '70, ossia dalla *débâcle* del sistema dei cambi fissi stabiliti a Bretton Woods. La riforma del Sistema Monetario Internazionale ha assunto connotati in parte nuovi nel corso degli ultimi decenni, soprattutto con il ripristino di movimenti di capitale privato su larga scala a livello internazionale, il rapido sviluppo di una finanza divenuta globale e grandemente rinnovata nei suoi strumenti operativi, e la partecipazione diretta a essa di un sempre maggior numero di attori (imprese, banche, intermediari finanziari non bancari, investitori singoli e di gruppo, operanti da e verso un numero sempre maggiore di paesi).

Con l'espandersi della finanza privata e il suo operare su scala sempre più ampia - dai paesi di più antica a quelli di più recente industrializzazione -, le interazioni tra il Sistema Monetario Internazionale (SMI) tradizionalmente inteso e il Sistema Finanziario Internazionale (SFI) sono diventate sempre più strette, e i confini tra l'uno e l'altro

---

□ Johns Hopkins University, Paul Nitze School of Advanced International Studies, Bologna.

si sono fatti più sfumati. Per questo, il problema oggi sul tappeto è quello della riforma del sistema monetario-finanziario internazionale, dato non solo il grado d'integrazione ormai raggiunto dai due sistemi, ma anche il presupposto condiviso dai più che esso sia destinato ancora ad aumentare nel corso del tempo.<sup>1</sup>

Le crisi valutarie e finanziarie sono state una costante nell'economia internazionale (Kindleberger 1996). Sono scoppiate con regolarità a partire dal XVI-XVII secolo e, a seconda dell'importanza dei paesi dove sono di volta in volta insorte, hanno avuto anche in passato effetti locali, regionali o globali. Ciò che sembra contraddistinguere le crisi recenti, e in special modo quelle insorte dalla metà degli anni '90 in poi, è la loro alta frequenza, sommata alla portata degli effetti esercitati all'esterno delle aree di origine.

La prima crisi degli anni '90, scoppiata all'interno del MTC a metà 1992, pur essendosi estesa alla Svezia e alla Finlandia che di tale sistema non erano parte integrante, non ha infatti avuto effetti duraturi al di là dell'Europa. Forse anche per questo, almeno a livello ufficiale, essa fu interpretata in prevalenza come un problema di cattivo funzionamento di un sistema regionale di cambi fissi, in presenza di insufficiente compatibilità delle politiche monetarie e fiscali dei paesi a esso partecipanti. Da parte della professione economica essa è stata per lo più considerata come caso di credibilità limitata del soprastante Sistema Monetario Europeo (SME).<sup>2</sup> La più importante lezione tratta da questo episodio di crisi da parte dei governi dei paesi membri fu quella che bisognasse rendere più stretto il processo di coordinamento nelle loro politiche economiche (specialmente quelle fiscali), assegnando agli obiettivi di convergenza prestabiliti anche una più chiara funzione di "creazione di credibilità" per l'intero sistema (Banca dei Regolamenti Internazionali 1993).

<sup>1</sup> Il livello d'integrazione raggiunto non è nuovo quanto ad altezza (Obstfeld e Taylor 1998). Una forte integrazione era stata raggiunta anche in regime di *gold standard* nel periodo antecedente alla prima guerra mondiale; più nuovo è il raggio di azione dei mercati finanziari e monetari e quindi l'emergere di una finanza veramente mondiale anche come distribuzione geografica dei mercati. Ne sono testimonianza i mercati finanziari dei paesi emergenti che spaziano dall'America Latina, all'Asia e al Corno dell'Africa e che sono fortemente interconnessi. Così stando le cose, distinguere tra sistema monetario e sistema finanziario internazionale è largamente artificiale. Perciò in questo saggio l'espressione tradizionale "Sistema Monetario Internazionale" si deve intendere come comprendente il sistema monetario e quello finanziario internazionali.

<sup>2</sup> Si veda, per esempio, Rose e Svensson (1994). Un'eccezione significativa è Vaciago (1993)

Nonostante le ragioni della crisi non fossero sul piano generale di natura radicalmente diversa da quelle che avevano determinato in precedenza il fallimento del regime di tassi fissi ma aggiustabili instaurato a Bretton Woods, ossia d'incoerenza tra obiettivi di politica macroeconomica e cambi a flessibilità molto limitata, aggravata in questo frangente dalla maggiore libertà di movimento dei capitali, a essa non furono immediatamente attribuiti connotati generali, né da essa furono tratte conseguenze sistemiche di rilievo.<sup>3</sup>

La crisi messicana di fine 1994, cominciata come crisi valutaria conseguente a una svalutazione non credibile del tasso di cambio del peso, e ben presto divenuta anche bancaria, con le sue vaste ripercussioni su tutta l'America Latina, ha invece fortemente focalizzato l'attenzione della collettività monetaria internazionale sulla necessità di prevenire questi eventi e i "contagi" a essi connessi, e quindi sull'opportunità di una più attenta sorveglianza economica e finanziaria sui paesi maggiormente attivi all'interno del SMI. Di tali eventi si riconobbe il potenziale di dirompenza sistemica e si assegnò al Fondo Monetario Internazionale (FMI) la funzione di esercitare un controllo più intenso sulle politiche macroeconomiche dei paesi membri, e soprattutto di quelli emergenti che si riteneva avessero strutture finanziarie più fragili e più vulnerabili ai crescenti flussi di capitali verso loro diretti. Tale monitoraggio avrebbe, quindi, dovuto estendersi, per quanto fosse possibile far ciò dall'esterno, anche ai loro sistemi finanziari, al fine di meglio prevenire in futuro crisi del tipo di quella messicana.

Il razicinio di questo tipo di risposta era pressappoco il seguente: che il SMI, più a rischio che in passato per la maggiore importanza assunta dalle interdipendenze finanziarie instauratesi al suo interno, che ci si aspettava avrebbero continuato ad accrescersi, andasse rafforzato attraverso il consolidamento e la riforma dei sistemi finanziari nazionali, soprattutto nei paesi emergenti. Si riteneva perciò necessa-

<sup>3</sup> La crisi non fu neanche considerata dai più come un sintomo della mancanza in Europa di talune caratteristiche chiave delle aree monetarie (Mundell 1961; si veda anche McKinnon 1963 e Tower e Willet 1976 per un'utile rassegna della materia). Un'analisi tradizionale della crisi è quella fatta da Krugman (1996), imperniata sull'ipotesi di un deterioramento tendenziale dei fondamentali in talune delle componenti nazionali del MTC che, secondo questo autore, faceva ben intravedere l'insorgere di conflitti tra obiettivi macroeconomici interni, utilizzo della politica monetaria per raggiungerli e difesa di tassi di cambio a flessibilità troppo limitata; era quindi prevedibile un abbandono di questi ultimi da parte di uno o più membri di tale sistema.

rio che si migliorassero le procedure di sorveglianza sugli intermediari (bancari e non) operanti nei vari paesi in regimi di finanza aperta, che si adottassero al loro interno regole di condotta (quali standard prudenziali, obblighi di rendiconto, standard di certificazione dei bilanci) più consoni alle nuove situazioni di forte interrelazione tra finanza nazionale ed estera, in modo da mettere tutti gli agenti di mercato nella condizione di acquisire a costi accettabili, e di utilizzare con efficienza le informazioni necessarie ad arrivare a un più preciso apprezzamento dei rischi da essi confrontati.

Il riconoscimento della possibile presenza nei mercati finanziari nazionali e globali di asimmetrie informative e di costi crescenti di acquisizione e utilizzo delle informazioni, e il miglior apprezzamento delle conseguenze da essi derivanti su efficienza e stabilità di tali mercati rendevano più forte e cogente il bisogno che da questi emanassero informazioni in quantità adeguata e qualità tale da poter essere credibilmente utilizzate da tutti i soggetti interessati a farlo. In tale direzione sono andate sino a fine 1997 le più autorevoli indicazioni dell'*establishment* monetario e finanziario mondiale circa le risposte da dare ai problemi fino allora incontrati.<sup>4</sup>

Bisognava, in altre parole, mettere i mercati nelle condizioni di funzionare in modo più efficiente e di arrivare attraverso una migliore informazione a una maggiore verosimiglianza nei giudizi di investimento, e quindi a un *pricing* delle varie attività trattate che meglio rispecchiasse i rischi a esse connessi. In mercati nazionali deregolati, liberalizzati e aperti la differenza tra transazioni locali e internazionali (*cross-border*) stava perdendo sempre più rilevanza. Questo rendeva tale bisogno più forte e urgente.

Tra le attività trattate in sempre maggior quantità vi erano naturalmente anche le varie monete nazionali, ma su questo aspetto dell'*asset pricing*, ossia sulla determinazione dei tassi di cambio tra le varie monete, non veniva posta molta attenzione. L'importanza dei regimi di tasso di cambio non era, infatti, enfatizzata nel quadro dei

<sup>4</sup> Si vedano, ad esempio, il testo del discorso pronunciato da Michel Camdessus, Managing Director del FMI, al Seminario internazionale sulle banche centrali tenuto a Washington il 31 gennaio, 1997; il Rapporto sulla "1997 Review of Surveillance" fatto dal Consiglio d'Amministrazione del FMI (IMF 1997a), nonché il testo del Comunicato del Gruppo dei 10 del 28 aprile 1997 che sottoscriveva le raccomandazioni contenute nel Rapporto sulla "Promozione della stabilità finanziaria nei paesi emergenti" preparato da un suo gruppo di lavoro. L'approccio seguito dal Gruppo dei 7 per gestire le crisi finanziarie internazionali e adattare il sistema finanziario e monetario alle nuove realtà è esaminato da Saccomanni (1999).

miglioramenti che si desideravano ottenere nel prezzamento delle attività finanziarie più comunemente ed estesamente trattate a livello internazionale, quasi che essi non fossero influenti nemmeno sui processi di offerta del credito per le imprese e sul suo costo.

In più, il successo dell'operazione di "salvataggio" del Messico, diretta di fatto dalle autorità di governo americane, ma alla quale fu successivamente associato il FMI, ossia la comunità internazionale, e il conseguente rapido rientro in questo paese e in quelli della regione di capitali privati da essi fuorusciti precedentemente furono generalmente interpretati come un indicatore di efficacia della strategia messa in cantiere per fronteggiare la crisi nei pagamenti insorta in questo paese. Ben accetta ai mercati, la risposta data, che consisteva in una massiccia infusione di credito estero e in un *mix* di politiche monetarie e fiscali restrittive conseguenti alla svalutazione intervenuta nella moneta nazionale, pareva avesse chiuso rapidamente un altro serio episodio di turbolenza valutaria.<sup>5</sup>

I costi interni al Messico non erano stati piccoli, in termini di sconquasso finanziario e di perdite di produzione. Ne erano stati testimoniazi il forte calo del Pil avvenuto nel 1995 (ed estesosi anche all'Argentina), l'accresciuta disoccupazione interna e gli oneri di bilancio aggiuntivi derivanti dalla necessità di ristrutturare e ricapitalizzare le banche nazionali dissestate dalla crisi. Il sistema finanziario internazionale sembrava, tuttavia, essersi stabilizzato rapidamente, tanto che in sede FMI si cominciò a portare avanti un progetto di estensione delle competenze di tale istituzione ai pagamenti in conto capitale dei membri, in parallelo a quanto il suo Statuto già prevedeva per quelli in conto corrente, e avente lo scopo dichiarato di far fare ulteriori progressi alla liberalizzazione dei movimenti di capitale nei paesi emergenti.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> A un'importante riflessione sui metodi di risoluzione delle "Crisi di liquidità di paesi sovrani" fatta dopo la crisi messicana nell'ambito del Gruppo dei 10 da un Gruppo di lavoro diretto dal Direttore Generale del Tesoro italiano, che proponeva innovazioni nei modi di prevenzione e gestione delle future crisi di liquidità, non fu miopicamente dato un preciso seguito operativo. Si veda Group of 10 (1996).

<sup>6</sup> Il mandato "politico" a perseguire tale obiettivo, attraverso un emendamento allo Statuto del FMI, fu dato dal Comitato Interinale dell'organizzazione svoltosi nell'aprile 1997. Si veda IMF (1997b, p. 129). Pur espresso in termini generali, l'obiettivo di favorire la liberalizzazione nei movimenti di capitale da e verso i paesi membri era di fatto rivolto a quelli emergenti che non l'avevano ancora portato avanti a sufficienza, dato che i movimenti di capitale privato erano ormai liberi in tutti i paesi più industrializzati.

La crisi asiatica, insorta in Thailandia a metà 1997, per le dimensioni assunte all'interno di questa regione, la sua durata e gli effetti, interni ed esterni, invece, non solo colse di sorpresa l'*establishment* finanziario e monetario internazionale, ma ne ha in seguito anche scosso in maniera profonda il senso di fiducia fino allora mantenuto in se stesso, nelle istituzioni preposte al controllo della stabilità dei pagamenti internazionali, e nella sufficienza dell'azione intrapresa in precedenza al fine di creare un più efficace sistema collettivo di sicurezza finanziaria e monetaria. La crisi asiatica ha inoltre posto con prepotenza all'attenzione generale il problema sistemico, ossia quello delle capacità (o incapacità) intrinseche dell'attuale ordinamento monetario internazionale (e della finanza privata mondiale) di prevenire, contenere e gestire efficacemente crisi di cambio intersecate a crisi bancarie, in un contesto di globalizzazione dei mercati.

Quest'ultima crisi tuttavia ha anche improntato e delineato il dibattito sul "che fare" in presenza di problemi di questo tipo. Ciò è da un lato del tutto comprensibile, conseguenza quasi inevitabile delle circostanze in cui il SMI si è venuto a trovare, dei pericoli da esso corsi e della novità dei problemi insorti al suo interno, della cui gestione ci si era dovuti occupare con estrema urgenza. Questa matrice del rinnovato interesse al sistema monetario e finanziario internazionale ha avuto, inevitabilmente, anche la conseguenza di concentrare l'attenzione sulle problematiche più specifiche della crisi scoppiata nell'Asia orientale e sulle sue immediate ripercussioni. Ne costituiscono testimonianza, da una parte, l'attenzione prestata all'aspetto dell'interazione tra crisi bancarie e crisi valutarie e, dall'altra, il dibattito ancora in corso sulla necessità, efficacia e conseguenze degli interventi di sostegno ai paesi in crisi effettuati dal FMI.

Si è discusso, e ancora molto si discute in varie sedi, ufficiali e non, sul come limitare i rischi connessi alla presenza di ancore di salvataggio nazionali e internazionali, che di fatto limitano la distribuzione delle "punizioni" che dovrebbero arrivare attraverso il mercato a chi commette "errori" d'investimento e ne riducono l'efficacia sanzionatoria. Tali sono i problemi del rischio morale inerenti alle varie garanzie pubbliche concesse a creditori o a debitori a livello nazionale e ai "salvataggi" di interi settori finanziari in stato di crisi resi possibili o facilitati da crediti internazionali di origine pubblica (quali quelli concessi dal FMI). In varie sedi istituzionali, in circoli accademici e finanziari ci si interroga, in aggiunta, sull'opportunità di avere o meno

un prestatore di ultima istanza anche a livello internazionale, che sia in grado di offrire almeno indirettamente liquidità a sistemi finanziari nazionali in crisi, qualora emanino da essi pericoli di contagio significativi - ciò in nome della salvaguardia della stabilità finanziaria e valutaria internazionale, considerate come bene pubblico.

È sufficiente esaminare il Rapporto fatto al Comitato Interinale del FMI (1998) dal suo Direttore Generale nell'ottobre 1998, o quelli dei Gruppi di Lavoro del Gruppo dei 22 (1998), oppure il Comunicato dei Ministri del Tesoro del Gruppo dei 7 (1998), aventi più o meno la stessa data, per rendersi conto di dove si sia concentrata l'attenzione delle autorità nazionali e internazionali. Quasi esclusivamente su tre temi: 1) sui metodi più efficaci per rinforzare i sistemi finanziari nazionali ritenuti più vulnerabili, che sono quelli dei principali paesi emergenti dell'Asia e dell'America Latina; 2) sui possibili modi per gestire in maniera meno costosa che in passato le crisi che si manifesteranno in futuro, e i mezzi per farlo; 3) sui modi per migliorare la trasparenza e "l'obbligo di rendiconto" di tutti gli operatori di mercato che vanno sotto la rubrica della riduzione di asimmetrie informative e dei costi di acquisizione delle informazioni, ma che sono diventati un poco anche i feticci di turno nell'epoca delle relazioni pubbliche globali.<sup>7</sup>

D'altro lato, senza voler scontentare l'importanza di queste dimensioni della strategia d'intervento ora perseguita, dato che vi è logica e valore dietro molte proposte di miglioramento avanzate in questi campi (Filosa 1998), da sole, pur se considerate nel complesso, esse non arrivano al cuore del problema dell'instabilità emersa nel sistema monetario e finanziario internazionale. I recenti episodi hanno altre radici sistemiche, che debbono essere identificate e le cui conseguenze vanno opportunamente affrontate, pena l'inefficacia dell'approccio complessivo che sta ora prendendo forma.

Una di esse è chiaramente identificabile nell'indeterminatezza del regime di tassi di cambio venuto in essere a partire dal 1971 (che sarebbe forse più accurato chiamare "non-regime", stante la non scelta di sistema che esso riflette), e nella direzione presa dalle scelte indivi-

<sup>7</sup> Quanto appena osservato non vale, naturalmente, per gli standard e per quanto riguarda la diffusione di certa informazione di base necessaria alla valutazione dei rischi paese (come le riserve delle banche centrali) e dei rischi d'impresa (bilanci, ecc.). Si riferisce, invece, all'uso quasi normativo del concetto di trasparenza che sembra venir fatto con sempre maggior frequenza in questa era in cui gli aspetti di pubbliche relazioni spesso assumono maggiore rilievo di quelli di sostanza.

duali dei membri del SMI, soprattutto quelli economicamente meno sviluppati, che tra la metà degli anni '80 e '90 sono andate per varie ragioni verso una flessibilità solo limitata nei regimi di cambio. Ciò è avvenuto senza tenere molto conto dei criteri - quali la dimensione, i gradi di apertura, la natura degli shock esogeni più comunemente confrontati, la stabilità degli andamenti monetari e reali delle economie in questione, le caratteristiche di struttura proprie e dei paesi limitrofi - che secondo la teoria economica disponibile dovrebbero far da guida in questa scelta, in aggiunta agli obiettivi di politica economica di volta in volta presi come prioritari (controllo dell'inflazione, mantenimento o ripresa della crescita, stabilimento di equilibri esterni più sostenibili).<sup>8</sup>

La libertà di regimi di cambio, sanzionata dal secondo emendamento allo Statuto del FMI deciso nel 1976 ed entrato in vigore nel 1978, ha generato le premesse di questa indeterminatezza, da una parte rendendo legale una molteplicità di sistemi di cambio a livello nazionale che vanno per gradi dalla fissità assoluta alla completa flessibilità, e dall'altra rendendo accettabile qualsiasi cambiamento di sistema deciso dai singoli paesi membri in piena autonomia. Nel corso del tempo scelte e controscelte di regime di tassi di cambio si sono così susseguite a livello paese. Ne sono emerse tendenze contrastanti tra membri operanti in condizioni di contesto simili, tra membri a pari livello di sviluppo, e talvolta anche tra intere regioni del mondo classificate come emergenti.

Negli anni '90 il rafforzamento della tendenza alla flessibilità limitata nei regimi di cambio tra i paesi emergenti cui si accennava poc'anzi è stato rinforzato anche da fattori storici specifici, quali l'emergere di nuove "economie in transizione" (quelle del Centro Europa e dell'ex Unione Sovietica) aventi impellenti necessità di stabilizzazione dei prezzi interni, i cui governi sono risultati inclini a facilitarla attraverso l'ancoraggio del cambio a monete di paesi aventi bassa inflazione almeno nelle fasi iniziali dei processi di stabilizzazione intentati, durante i quali il rientro dell'inflazione assumeva una priorità molto elevata.

Tuttavia, l'assunto implicito di un sistema di cambi "a libera scelta", e delle scelte specifiche fatte nel suo ambito dai vari paesi sem-

<sup>8</sup> Questi criteri derivano dalla teoria delle aree monetarie ottimali (Mundell 1961, McKinnon 1963) e dalla considerazione delle disturbanze casuali che possono giungere ai sistemi economici aperti sia dal lato dei beni che dei capitali (Flood 1979).

bra essere stato che tutte quelle permesse, sia a livello nazionale che regionale, non avessero conseguenze di rilievo sulla totalità del sistema ma solo su chi le effettuava. In realtà ciascuna scelta di regime di tasso di cambio presenta pro e contro non solo per chi la compie e la mantiene nel tempo, ma ha conseguenze di rilievo anche sugli altri membri del SMI, nonché sull'efficienza e stabilità dell'intero sistema.

Sono all'opera in questo campo vere e proprie esternalità che possono avere segno negativo anche molto marcato, come quando le scelte individuali generano una più marcata instabilità nei mercati valutari o nei tassi d'interesse che si trasmettono da un paese all'altro, o quando con esse diminuiscono gli incentivi alla valutazione completa dei rischi di credito e di investimento. Queste esternalità, sempre presenti in qualche misura anche in condizioni di normalità, diventano ancora più pericolose durante episodi di crisi, manifestandosi in effetti di contagio che sembrano giungere ad aree anche molto distanti da quelle di origine e poco connesse a queste, almeno quanto a dimensioni tradizionali dell'interdipendenza macroeconomica e finanziaria.<sup>9</sup> Non è infatti casuale, ma più probabilmente causale, che tutte le maggiori crisi insorte negli anni '90 si siano sviluppate in regimi nazionali o regionali di cambi fissi, o a flessibilità molto limitata (nel MTC, in Messico, Thailandia, Corea, Malesia, Indonesia, Russia e da ultimo in Brasile). Le scelte di regime di tasso di cambio sembrano aver influito sull'instabilità finanziaria e valutaria più recentemente manifestatasi.

Infine, quando vengono fatti richiami all'opportunità di far transitare blocchi importanti del SMI verso regimi di tassi di cambio ancor meno flessibili di quelli attuali non solo da persone esperte e ragionevoli (Bergsten 1998), ma anche da membri chiave di tale sistema (come i massimi esponenti del nuovo governo tedesco a fine 1998 e del governo giapponese a inizio 1999), nel nome della riduzione dell'"instabilità" del sistema mondiale dei cambi, l'urgenza di un chiarimento sulle ragioni di tale fenomeno, sulle sue connessioni con l'instabilità finanziaria e sulla direzione dei rapporti di causa ed effetto tra instabilità dei cambi e instabilità finanziaria diventa assolutamente essenziale. In mancanza di tale chiarimento, i rischi che si corrono sono

<sup>9</sup> Naturalmente, gli effetti di contagio sono molto difficili da identificare con precisione, e molta cautela rimane necessaria anche nell'interpretare quelli manifestatisi durante l'ultima crisi. Essi sembrano essere stati forti all'interno della regione asiatica, ma molto meno chiari tra Asia e Russia e tra Asia e Brasile.

quelli di agire partendo dalla parte sbagliata dell'equazione dell'instabilità.

Infatti, se cercare di ridurre la variabilità permessa ai tassi di cambio (o per lo meno a taluni di essi) assume una dimensione di plausibilità in circostanze dove l'impronta di crisi valutarie da poco esplose sia ancora fresca e lo spettro di altre a venire ancora aleggi con forza, un cambiamento di regime in questa direzione potrebbe però essere del tutto inopportuno se fosse non la troppa, bensì l'insufficiente flessibilità dei cambi sul piano globale a essere causa di almeno una parte non trascurabile dell'instabilità valutaria e finanziaria emersa in quest'ultimo decennio.<sup>10</sup>

L'esame delle cause del problema diventa quindi non solo pertinente, ma del tutto necessario in vista delle scelte di riforma del sistema che si dovranno compiere. Non condurre questa analisi *ex ante* sarebbe comportarsi in modo miope. Razionalità e lungimiranza impongono, infatti, che l'esame dei costi e benefici delle opzioni percorribili sia fatto nel modo più compiuto possibile prima di sperimentarle, pur tenendo presente che le posizioni cui si può arrivare in questi campi restano, proprio per la natura della materia, sempre insufficientemente definite. Le scelte possibili, infatti, non riflettono solo risultanze analitiche, quali quelle derivanti dalla teoria delle aree monetarie ottimali, per altro non tutte solide o facilmente generalizzabili, ma anche dettami di economia politica internazionale, e richiedono pertanto il rispetto dei vincoli di realizzabilità e durabilità dei cambiamenti proposti. A questo fine si rende opportuno l'utilizzo dell'esperienza storica maturata, dell'evidenza empirica accumulata, nonché l'uso di un'ampia dose di buon senso nel prendere decisioni tanto difficili e incerte nei loro risultati ultimi.

## 2. Scelte di regime di cambi: criteri, determinanti ed effetti

Le scelte sui regimi di tasso di cambio sono d'importanza cruciale per chi le compie e al tempo stesso molto complesse. I tassi di cambio sono prezzi chiave, che hanno influenze pervasive sui sistemi economici

<sup>10</sup> Ciò anche a voler tralasciare gli aspetti di fattibilità di un tale obiettivo di riduzione della variabilità permessa ai cambi.

cui si riferiscono. In presenza di rigidità nei mercati dei beni e dei fattori, che esistono ovunque in qualche misura, cambiamenti nei tassi di cambio nominali hanno conseguenze di natura reale. Ciascun regime di tassi ha, poi, vantaggi e svantaggi intrinseci, in termini di obiettivi macroeconomici perseguiti e di utilizzo di strumenti di politica economica atti a raggiungerli. I vari regimi fronteggiano poi problemi diversi di implementazione e di funzionamento. Infine, a essi sono associati anche gradi differenti di credibilità, che sono in parte anche storicamente determinati.

La scelta fatta a Bretton Woods nel 1944 di cambi fissi, e modificabili solo in presenza di uno squilibrio fondamentale di bilancia dei pagamenti, era stata compiuta nel nome del ritorno alla stabilità nelle relazioni valutarie e commerciali dopo il periodo di turbolenze e conflitti maturati negli anni '20 e '30 durante il periodo di tassi di cambio *free for all* che conseguì al secondo e finale fallimento del *gold standard*.<sup>11</sup> Tale scelta era stata, in aggiunta, un riflesso della preferenza accordata ai cambi fissi all'interno della visione keynesiana dei processi di aggiustamento delle bilance dei pagamenti basata in prevalenza sui cambiamenti delle quantità, visione che stava allora diventando dominante. Infine, era stata una scelta che veniva a innestarsi in un contesto di generale scetticismo circa l'efficienza dei mercati finanziari internazionali, conclusione anch'essa largamente derivata dall'esperienza intra-bellica. Nel periodo precedente e immediatamente successivo alla seconda guerra mondiale, i mercati dei capitali a livello globale sembravano, in aggiunta, essere quasi del tutto scomparsi. Le transazioni di cui occorreva assicurare la controparte valutaria e finanziaria erano quindi in pratica solo quelle di conto corrente.

La situazione attuale è radicalmente diversa da quella di Bretton Woods sul piano delle realtà storiche e sistemiche (Fazio 1998). Non esistono più barriere di rilievo alle transazioni commerciali e ai pagamenti di conto corrente nella stragrande maggioranza delle economie (in tutte quelle dei paesi industrializzati e in più di due terzi di quelle dei paesi in via di sviluppo membri del FMI). I mercati dei capitali sono ora ampi, profondi e funzionanti (anche se talvolta con evidenti lacune) a livello locale e globale. La liberalizzazione delle transazioni in conto capitale è proseguita all'interno del SMI, trainata in gran par-

<sup>11</sup> Famoso e molto influente fu il rapporto preparato da Ragnar Nurkse, eminente economista di quell'epoca, per la Lega delle Nazioni sull'esperienza valutaria nel periodo tra le due guerre mondiali (League of Nations 1944).

te dal mercato e dai suoi dettami. Tuttavia, l'esperienza storica di questi ultimi trent'anni, quelli che hanno visto il risorgere dei mercati dei capitali, è stata al tempo stesso caratterizzata da una marcata ciclicità di questi movimenti e in taluni periodi anche da una certa tumultuosità degli stessi.

Vi sono state fasi di rapida espansione nei flussi di capitale a livello internazionale, come quella relativa all'espandersi del credito bancario durante gli anni '70 e degli investimenti diretti e di portafoglio nella prima parte degli anni '90, seguite da periodi di contrazioni marcate di questi flussi dopo fasi di crisi acute e talvolta generalizzate, come quella del debito estero sovrano dei paesi in via di sviluppo nella prima metà degli anni '80 e quelle valutario-finanziarie di fine anni '90. Si sono altresì verificati episodi di scostamenti anche molto marcati dei rapporti di cambio (nominali e reali) delle principali valute dai loro valori di equilibrio, o più semplicemente dai loro valori "tendenziali", come tra il 1980 e il 1987 e tra il 1994 e il 1998.

Le esperienze di *go-stop-go* nei movimenti del capitale a livello internazionale, e in certi periodi anche i cicli nei tassi di cambio delle principali monete, non potevano non influire sulle propensioni dei governi dei maggiori paesi quanto a sistemi di tasso di cambio preferiti. Tuttavia, prima di considerare la variabilità nei rapporti di cambio o i loro scostamenti persistenti dai valori tendenziali come una mera conseguenza della globalizzazione dei mercati finanziari, occorre almeno ricordare che le crisi nei pagamenti internazionali che portarono alla dismissione del regime di Bretton Woods avvennero ben prima della "globalizzazione" finanziaria degli anni '80 e '90 (Solomon 1982), e che le politiche economiche (specialmente quelle USA) ebbero un ruolo chiave negli episodi di persistente disallineamento dei tassi di cambio del dollaro verificatisi negli anni '80 (Obstfeld 1995). Le ragioni di ambedue questi eventi sono ben documentate, anche se talvolta paiono dimenticate. Infine, le crisi valutarie degli anni '90 non sembrano essere emanate da contesti dove la flessibilità dei regimi di cambio era la dimensione prevalente. Al contrario, esse si sono verificate proprio in paesi dove i tassi nominali di cambio erano in genere poco flessibili e quelli reali in progressivo e forte apprezzamento.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Di circa il 35% in Messico tra il 1988 e il 1994, del 25% in Thailandia, Indonesia e Malesia tra il 1990 e il 1997, del 15% in Corea durante lo stesso periodo, del 40% in Russia tra l'inizio del 1995 e la metà del 1998 e del 30% in Brasile tra l'inizio del 1994 e la fine del 1998.

Esistono criteri economici guida nelle scelte di regime di cambi a livello di singolo paese. Vi sono criteri di possibilità e criteri di ottimalità. Tra i primi vi sono la suscettibilità delle varie economie agli shock che possono colpirle dall'interno e dall'esterno, la dimensione e il grado di apertura delle stesse e infine le preferenze interne nei confronti dell'inflazione e della crescita. Tra i secondi vi sono i criteri relativi all'efficienza delle politiche e degli interventi sui mercati dei cambi. I programmi di "ottimizzazione" in questi tipi di scelte tendono però a diventare molto specifici e complicati (Argy 1990, Bruno 1991), e pertanto difficili da utilizzare in pratica.<sup>13</sup> Di recente sono stati enfatizzati gli obiettivi di rafforzamento della credibilità delle politiche perseguite emananti dalle scelte di regime di cambi e i *trade-off* possibili tra credibilità e flessibilità aperti in ciascuno di tali regimi. Anche le caratteristiche di un sistema di cambi operante a livello globale sono state analizzate alla luce di una serie di criteri ritenuti desiderabili, anche qui con risultati non facilmente generalizzabili.<sup>14</sup>

La caratteristica essenziale di un regime di cambi dovrebbe, a nostro avviso, essere la sua elevata capacità di favorire nel contesto in cui esso è chiamato a operare l'adattamento di un'economia ai mutamenti che intervengono nelle sue condizioni interne ed esterne, e di renderlo il meno dirompente possibile sulle altre. Dal punto di vista sistemico, un regime di cambi scelto in comune dovrebbe favorire la continuità dei processi di aggiustamento, la simmetria dei medesimi e la stabilità nei valori di scambio tra le varie monete. A "minimi comuni" di questo tipo dovrebbero tendere le scelte da compiere, tenendo presente, in aggiunta, che esse non sono invarianti rispetto al tempo, sia a livello di singola economia che di intero sistema. Cambiano, infatti, le realtà economiche specifiche sottostanti alle scelte di regime a livello nazionale, le condizioni di contesto globale, nonché le preferenze dei *policy makers*. I paesi si sviluppano e maturano. Le loro economie si finanziarizzano sempre più marcatamente nel corso della crescita. Scompaiono determinate rigidità e ne compaiono altre. Aumentano le connessioni commerciali e finanziarie tra le varie economie. Si evolvono le regole di tali rapporti e i contesti tecnologici in cui essi si esplicano. Infine, cambiano le preferenze di base: nei confronti

<sup>13</sup> Vi sono anche eccezioni, quali Corden (1994).

<sup>14</sup> Si veda Frenkel, Goldstein e Masson (1991).

dell'inflazione, della crescita, dei regimi di mercato e della cooperazione tra stati.

In presenza di una libertà di scelta di regime di cambio, come quella lasciata ai paesi membri del FMI a partire dal 1973, la prima domanda che si pone è, in ogni caso, se almeno le loro "preferenze rivelate" si siano mostrate riconducibili a una logica comune o abbiano mostrato al minimo un grado elevato di compatibilità reciproca. Esistono dati che mostrano come cambiamenti non marginali siano intervenuti nei regimi di cambio dei paesi membri del FMI a partire dagli inizi degli anni '70 (Flood, Bhandari e Horne 1989), ma esistono al tempo stesso problemi non piccoli di interpretazione dei dati anche in questo campo. Ne hanno di recente sottolineato alcuni Obstfeld e Rogoff (1995). Secondo questi autori, neanche i regimi di cambio dichiarati e mantenuti fissi per molto tempo sarebbero spesso veramente tali, se si usano standard "esigenti" di verifica della "rigidità". Di converso, però, molti regimi ufficialmente classificati come flessibili hanno nei fatti un'elasticità molto limitata. Ma la risposta a questa domanda è nel complesso sicuramente negativa: non si è manifestata nelle scelte fatte alcuna tendenza uniforme.

A partire dai primi anni '70, i paesi economicamente più avanzati hanno, infatti, prima manifestato una preferenza abbastanza chiara per la flessibilità nei tassi di cambio delle loro monete. Successivamente, con i tentativi di creare un'area monetaria europea, prima con lo SME nel 1979 e poi con l'aggiunta a esso del MTC, la flessibilità nei rapporti di cambio di molti di essi è diventata più parziale o indiretta: si è mantenuta, infatti, solo nei confronti di determinate valute esterne all'area europea (in generale il dollaro e lo yen). All'inizio del 1991 i paesi industrializzati classificati ufficialmente come aventi cambi "indipendentemente fluttuanti" erano cinque. All'inizio del 1998 essi erano diventati sei. Con la costituzione della moneta unica europea all'inizio di quest'anno, ora fluttua anche il tasso di cambio dell'euro (ossia della moneta comune degli undici paesi industrializzati che ne fanno parte).

D'altro lato, la maggioranza dei paesi in via di sviluppo ha mostrato un marcato e prolungato scetticismo nei confronti dei cambi flessibili, preferendo all'inizio del nuovo regime di libertà ancoraggi fissi o semi-fissi alle valute dei principali partner commerciali. Le determinanti di tali scelte sono numerose e di natura diversa. Ancora negli anni '70 persisteva in molti di essi un forte pessimismo circa i va-

lori delle elasticità della domanda e dell'offerta di export nei confronti dei loro prezzi, che rendeva sospetto questo canale di aggiustamento. In Africa Occidentale restava dominante la propensione, di tradizione tutta francese, per mercati valutari "ordinati", e dunque per cambi fissi con il franco all'interno dell'area valutaria a suo tempo costituita (la zona del franco CFA). In America Latina vi era poi un'avversione d'impronta chiaramente strutturalista alle variazioni dei tassi di cambio, considerate inflazionistiche nelle condizioni prevalenti in molti paesi di questa regione. In una parte dell'Asia, determinata a crescere attraverso l'export, erano presenti, invece, preoccupazioni mercantilitiche: mantenere tassi di cambio sottovalutati sembrava necessario al successo della crescita trainata dall'export, modello di sviluppo adottato prima nel sud-est della regione e poi anche al nord. Il tasso di cambio era pertanto visto e utilizzato in molti di questi paesi come strumento di politica economica. In Cina e India le preferenze per tassi di cambio fissi erano state per molto tempo di carattere ideologico: tutela della propria indipendenza economica, e quindi anche politica, che tassi flessibili e movimenti di capitale liberi in entrata avrebbero, si riteneva, contribuito a mettere a repentaglio. Queste preferenze sono mutate solo a partire dagli anni '80.

Con l'andare del tempo si è manifestata tra i paesi in via di sviluppo una maggiore varianza nelle scelte di tasso di cambio e anche una certa tendenza verso regimi più flessibili. A fine 1996 erano 29, su un totale di 123, i paesi in via di sviluppo con cambi "a fluttuazione indipendente", e 21 quelli con cambi "a fluttuazione controllata", ossia permessa solo entro limiti predeterminati dalle loro autorità di governo. Ma se tali limiti sono, come spesso è accaduto, esigui in assoluto o troppo stretti in relazione alle differenze tra inflazione interna e inflazione del resto del mondo, i regimi a essi sottostanti sono da considerarsi più rigidi che flessibili, e in taluni casi a flessibilità palesemente inadeguata al mantenimento degli equilibri esterni e interni. In più, nonostante le designazioni ufficiali dei regimi prescelti, sono rimasti con sistemi di cambio sostanzialmente rigidi i paesi in via di sviluppo di maggior portata: Cina, Hong Kong, Taiwan, Corea, India, Pakistan, Nigeria, Arabia Saudita, Argentina, Messico, e dal 1994 al 1998 anche il Brasile. Quindi, le tendenze basate sul numero dei paesi collocati in ciascuna delle categorie "ufficiali" di tasso di cambio debbono essere considerate come aventi limitato valore indicativo in quanto poco precise.

Con il passare del tempo sono diventate palesi anche talune preferenze regionali: in favore di cambi rigidi (ossia tendenzialmente fissi, anche se discrezionalmente modificabili) si sono mantenuti i paesi in via di sviluppo dell'Asia<sup>15</sup> e dell'Africa; più eclettici, invece, si sono rivelati quelli dell'America Latina. I paesi dell'Europa dell'est e dell'ex Unione Sovietica hanno scelto per quasi la metà cambi rigidi (*currency boards* e tassi di cambio obiettivo) e per un altro quarto del totale sistemi a flessibilità limitata.

Queste diverse preferenze si sono, poi, dimostrate trasversali rispetto agli stadi di sviluppo raggiunti dai paesi in questione: preferenze per tassi di cambio fissi, anche se modificabili, hanno accomunato, per esempio, paesi a basso reddito e paesi a reddito medio-alto dell'Asia. India in basso e Corea in alto, e nel mezzo di essi la Cina, hanno infatti mostrato di avere in questo campo propensioni molto simili. Infine, si può notare come una *cross-section* di paesi emergenti in America Latina e Africa, che si sono confrontati a partire dalla seconda metà degli anni '70 con problemi di inflazione elevata e persistente, è venuta a comprendere in tempi più recenti anche molti di quelli in transizione dell'Europa dell'est e dell'ex Unione Sovietica, anch'essi affetti in genere da problemi d'inflazione acuta. Questi paesi hanno spesso adottato strategie di rientro basate sull'ancoraggio semi-permanente delle loro valute a quelle di un paese o gruppo di paesi a inflazione bassa. Lo hanno fatto sovente con il consenso del FMI e con risultati giudicati positivi (Fischer, Sahay e Vegh 1996). Ciò, dichiaratamente, per dare maggiore credibilità alle politiche di disinflazione perseguite e ridurre i costi in termini di produzione e impiego persi nelle fasi di rientro. Meno ufficialmente, sembra anche essere stato in tal modo perseguito lo scopo di ridurre i rischi di sovrapprezzamento dei loro tassi di cambio reali durante i primi stadi dei processi di stabilizzazione intentati.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Solo dopo la crisi del 1999 Corea, Thailandia, Indonesia e in parte l'India si sono spostati verso sistemi di cambi più liberamente fluttuanti.

<sup>16</sup> In genere, nelle fasi iniziali dei processi di rientro dall'inflazione ancorati a tassi di cambio fissi, salari e prezzi si stabilizzano in ritardo rispetto al tasso di cambio nominale, generando in tal modo una tendenza all'apprezzamento del cambio reale. Quando il tasso di cambio nominale sia lasciato libero di fluttuare in queste fasi del processo di disinflazione e, a causa dell'aumento nei tassi dell'interesse interni generato da concomitanti politiche monetarie restrittive si verificano rientri di capitale in precedenza fuoruscito, l'apprezzamento nei tassi di cambio reali che ne consegue potrebbe essere ancora maggiore che in assenza di tali effetti sui tassi nominali di cambio. I costi delle politiche di rientro, misurati in termini di produzione e di impiego perduti, potrebbero così risultare maggiorati.

Ma anche nei casi e per i periodi in cui queste strategie di rientro dall'iperinflazione tramite tassi di cambio fissi hanno avuto successo (e ce ne sono stati parecchi - Argentina, Brasile, Israele, Polonia, Bulgaria, Russia e altri), con l'andare del tempo il mancato adeguamento dei tassi di cambio nominali alle differenze persistenti tra inflazione interna (pur in calo) e inflazione mondiale (più bassa di quella interna e anch'essa in marcato declino negli ultimi dieci anni) ha creato una tendenza alla sopravvalutazione dei cambi reali di questi paesi. Ciò ha spesso determinato o ampliato squilibri di conto corrente, causato perdite di credibilità nelle politiche perseguite e nei regimi a esse sottintesi, e talvolta fatto sorgere aspettative motivate di svalutazione, ingenerando prevedibili comportamenti anticipatori di difesa delle attività liquide denominate in moneta nazionale da parte degli investitori (in genere prima da parte di quelli domestici e poi di quelli esteri).

Non è difficile da comprendere la tendenza a restare troppo a lungo con le parità scelte e a rimandare nel tempo, con giustificazioni più o meno opportunistiche, i necessari adeguamenti nei tassi di cambio nominali (spesso incentrate sull'insufficiente evidenza empirica circa l'apprezzamento nel frattempo intervenuto nei tassi di cambio reali e/o sulla volontà dichiarata di "forzare" all'interno dei sistemi economici in questione miglioramenti nella produttività dei fattori). Essa rappresenta la risposta considerata a "minor rischio" da parte dei *policy makers* quanto a controllo dell'inflazione. Talvolta non si vogliono mettere a repentaglio i risultati raggiunti con fatica in questo campo, risultati che costituiscono anche la base più solida della credibilità guadagnata dalle politiche di rientro perseguite, e la legittimità politica che può derivare a chi le abbia sponsorizzate. Possiamo qui ricordare i casi della Russia di Eltsin, del Messico di Salinas, dell'Argentina di Menem e del Brasile di Cardoso: in questi paesi l'abbandono dei cambi fissi (o quasi), pur se percepito come vantaggioso dal punto di vista economico, è stato giudicato troppo a lungo incompatibile con la stabilità politica interna o con le fortune politiche dei governi in carica.

Tuttavia, per evitare questi rischi si finisce spesso con l'ingenerarne altri: quelli di tassi d'interesse interni troppo alti, di sistemi finanziari nazionali deboli, di eccessivo accumulo di debito estero (spesso a breve termine), e infine di turbolenza in quegli stessi mercati dei cambi che si volevano a tutti i costi mantenere stabili, per il gioco delle aspettative che in tal modo si generano, e talvolta anche a causa di

effetti di diffusione di impulsi tecnicamente ingiustificati, e quindi imprevedibili, da un mercato all'altro. Le ragioni possono essere multiple. In genere, tuttavia, le autorità di governo - qui comprese quelle più decise a mantenere le loro "promesse" circa i tassi di cambio in precedenza fissati - hanno una soglia di resistenza non elevatissima ai costi derivanti dal mantenimento di tali scelte, costi che derivano dalla perdita di produzione e di impiego che tassi d'interesse troppo elevati e tassi di cambio reali troppo sopravvalutati necessariamente implicano, dall'aumento negli oneri di servizio del debito interno esistente, dalla fragilità di settori bancari fortemente esposti all'estero o da altre fonti a seconda dei casi specifici. Hanno mostrato una limitata soglia di tolleranza alle politiche necessarie a mantenere cambi fissi in presenza di sfide di mercato forti e continuate anche i governi e i parlamenti di Svezia, Italia e Regno Unito tra il 1992 e il 1993, seppure in misura diversa l'uno dall'altro. Oltre una certa soglia, le scelte di cambiamento di regime diventano infatti razionali nel mercato politico delle decisioni pubbliche: se i costi derivanti dal mantenere la parola circa i livelli di cambio fissati vengono a superarne i benefici, sono i livelli di cambio a essere mutati.

In presenza di tali propensioni al non, o al troppo lento, aggiustamento nei tassi di cambio sarebbero necessari disincentivi sistemici e sanzioni collettive, o almeno un esercizio di "persuasione morale" tempestivo ed efficace su tutte le categorie di paesi che si mostrano riluttanti a operare le scelte dovute nei tempi utili (siano essi grandi o piccoli, sviluppati o emergenti). Tali sanzioni, o almeno l'esercizio della necessaria persuasione, pertengono in primo luogo agli altri membri del sistema, in nome dell'interesse collettivo alla stabilità nei pagamenti e negli scambi internazionali, e alla minimizzazione dei rischi di contagio finanziario derivanti da crisi locali in mercati globali fortemente interdipendenti. Essi andrebbero effettuati, quindi, singolarmente da ciascun membro del sistema che sia in grado di farlo, da gruppi di membri geograficamente, economicamente e politicamente vicini, e congiuntamente attraverso i canali istituzionali che passano per le istituzioni finanziarie internazionali.

Di fatto, l'esperienza mostra come i paesi singoli siano spesso incapaci o mal disposti a esercitare *ex ante* pressioni sufficienti a far cambiare comportamenti laddove ciò sarebbe necessario, forse per non apparire troppo interferenti nelle sfere politiche altrui o troppo zelanti nel proteggere specifici interessi nazionali. Neanche gli Stati

Uniti furono capaci o disposti a fare molte pressioni sul Messico durante il 1994, quando i segni di una possibile crisi nei pagamenti esteri aumentavano, ma erano in svolgimento elezioni presidenziali d'importanza cruciale e l'interesse di molti investitori nord-americani era per il mantenimento della continuità politica all'interno. Per i governi vi sono sempre interessi e obiettivi contrastanti da conciliare sul piano interno ed esterno. Anche quando delegato ufficialmente a organi collettivi quali il FMI, questo tipo di sorveglianza sui comportamenti di cambio individualmente seguiti e di "persuasione morale" nei confronti dei membri che non li adattino in tempo o a sufficienza al mutare delle loro condizioni economiche non ha avuto molta efficacia, se non quando condizioni specifiche abbiano potuto essere negoziate nell'ambito di programmi di assistenza che implicavano l'uso di risorse collettive e quindi condizionabili.

È mancato in generale sia un ancoraggio "costituzionale" che giustificasse in modo certo l'operato di sorveglianza del FMI, sia la volontà politica per fargliela esercitare con la dovuta autorità al di fuori di situazioni di crisi. Nell'attuale SMI le regole di comportamento in fatto di cambi non sono, infatti, né chiare dal punto di vista normativo (neanche nel senso di ciò che è implicito nelle varie scelte ora possibili), né comuni nemmeno per categorie di scelta. Nell'influenzarle si deve così necessariamente ricorrere a giudizi specifici (caso per caso) di sostenibilità e opportunità, che sono difficili da derivare per loro natura, e spesso, quasi inevitabilmente, anche percepiti come asimmetrici da parte dei membri. I paesi grandi hanno, infatti, maggiore possibilità di resistere alle raccomandazioni fatte di quante ne abbiano i paesi piccoli. Oppure si deve ricorrere a "scenari" sugli effetti che potrebbero derivare da mancati adeguamenti nelle politiche di cambio (o di altro tipo), i quali hanno in genere una credibilità limitata, proprio per il loro carattere ipotetico, e quindi anche un'esigua capacità di convincere le autorità dei paesi verso i quali sono diretti. La conseguenza è che l'ignavia, ossia l'attendere senza fare, diventa spesso la regola e talvolta si ammanta anche di un certo cinismo. Qui sta il nocciolo del problema dell'insufficiente "autorità" del FMI di cui si discute molto in questo periodo. Tuttavia, una parte di questa mancanza di forza e credibilità deriva anche dalla debolezza del consenso esistente tra i suoi membri sui regimi comuni che si potrebbero perseguire in alternativa al "non-sistema" attuale. Così, invece che sulle buone rego-

le generalmente accettate, il sistema si regge in massima parte sull'*ad hoc*.

Questi naturalmente non sono gli unici esempi di problemi legati all'attuale regime di libertà di scelta in fatto di tassi di cambio, sono solo una parte di quelli osservabili all'interno del SMI. Sono tuttavia esempi importanti poiché si trovano spesso ricorrenti non solo negli episodi di crisi già avvenute, ma anche in quelle finora evitate (India, Cina-Hong Kong, Taiwan). Sono comunque sintomi chiari di un sistema che, quanto a possibilità di regimi di cambio lasciate aperte ai suoi membri e di modalità di gestione delle stesse, crea "costi privati" evidenti e favorisce altresì "fallimenti" di non piccola portata, i cui effetti - sempre difficili da determinare a priori - sembrano talvolta estendersi da un'economia all'altra anche in assenza di forti collegamenti reali o finanziari tra esse.

### 3. Tassi di cambio fissi e crisi finanziarie

Se le crisi valutarie fossero all'origine dell'instabilità che vediamo emergere con frequenza fin troppo elevata all'interno del SMI, e le crisi finanziarie la loro semplice conseguenza, dovremmo curarci solo delle cause delle prime. Dovremmo rispondere ai quesiti tradizionali del se e del come differenti regimi di tassi di cambio favoriscano l'aggiustamento ai cambiamenti che intervengono sia all'interno che all'esterno delle economie in questione, dei costi e benefici connessi a tali regimi, e della stabilità o instabilità dei medesimi. Queste sarebbero domande classiche.

Esse rimangono valide e importanti, poiché dalla qualità, efficienza e rapidità dei processi di aggiustamento che si rendono possibili derivano conseguenze rilevanti, anche circa la vulnerabilità dei vari sistemi economici, sia agli shock reali e finanziari che a essi giungono, sia ai cambiamenti che intervengono nelle aspettative di chi opera al loro interno, e quindi nelle probabilità che i regimi di cambio scelti siano sottoposti a pressioni tecnicamente ingiustificate e imprevedibili o a pressioni motivate e prevedibili.

La posizione dei paesi nei confronti dell'estero, se non spiega da sola l'insorgere delle crisi valutarie e il loro raggio di effetti, è tuttavia

sempre influente su di esse, direttamente o indirettamente. Ciò è confermato da un ammontare rilevante di evidenza empirica che mostra, pur con qualche variazione al suo interno, come maggior debito estero (soprattutto a breve termine), minori riserve valutarie e più ampie sopravvalutazioni nei tassi di cambio tendano a far aumentare le probabilità di crisi valutarie (Obstfeld 1995; Frankel e Rose 1996; Kaminsky, Lizondo e Reinhart 1998). Un deterioramento di questi fondamentali è stato il più delle volte vicino al centro delle crisi scoppiate, o almeno visibile nelle sue immediate vicinanze.

Non bastano le parziali eccezioni di Malesia e Indonesia prima dell'ultima crisi a gettare ombra su questa regolarità empirica. L'evidenza precedentemente accumulata aveva già messo chiaramente in luce come tra i fondamentali da considerare vi fossero, accanto a quelli interni di flusso, anche quelli di stock, come i livelli (più le scadenze e la composizione) del debito estero. Indonesia e Malesia, così come la Corea prima dello stesso episodio di crisi (il Messico nel 1994 e il Brasile nel 1998-99), avevano accumulato stock di debito estero a breve termine molto elevati, in relazione alle loro riserve o alle loro capacità di ricostituire. Il fatto che questi fossero debiti del settore privato, contratti con garanzia pubblica talvolta esplicita e talvolta solo implicita sul tasso di cambio, non mutava di molto le cose. Che questi fossero anche stati casi di miopia dei mercati internazionali del credito, e forse di insufficiente sorveglianza nazionale e internazionale sulle attività di certi operatori finanziari, non toglieva nulla alla natura di squilibrio macroeconomico assunta spesso dalla sommatoria delle decisioni prese prima dello scoppio della crisi.

A livello aggregato non si può configurare una situazione di eccesso di indebitamento estero in assenza di un prolungato disavanzo nelle partite correnti, che può o meno ancora essere presente al momento dello scoppio di una crisi valutaria. Un disavanzo perdurante nei conti con l'estero - e i tassi reali di cambio sopravvalutati che ne sono sempre causa - era chiaramente presente in Thailandia e in Corea nel 1995 e 1996, in Brasile nel 1998, così come lo era stato in Messico nel 1993 e nel 1994. In ogni caso, entrambi questi paesi asiatici avevano anche accumulato un ampio stock di debito a breve termine nei confronti dell'estero (come l'avevano fatto Messico e Brasile). Ancora, il fatto che i disavanzi di conto corrente esistenti fossero enfaticamente dichiarati sostenibili dai governi nazionali, proprio in conseguenza della natura "privata" dei capitali che li finanziavano, e accettati come

tali anche da organismi esterni qualificati (lo stesso si è poi ripetuto in Brasile), testimonia semplicemente l'ambiguità che spesso esiste sulle origini degli squilibri di conto corrente in economia aperta e la forte propensione a utilizzare tali margini di ambiguità da parte chi ha bisogno di giustificazioni plausibili per posporre nel tempo aggiustamenti macroeconomici difficili e socio-politicamente costosi.

Non ininfluenti, come vi è da attendersi in economia aperta, si sono spesso rivelate anche le condizioni di contesto economico internazionale. Cambiamenti nei tassi d'interesse prevalenti nei mercati mondiali e nelle condizioni di crescita dei paesi partner più importanti (il resto del mondo) sono stati molto spesso concause importanti di episodi di crisi valutarie, come quella del Messico nel 1994 (Calvo e Mendoza 1996) e del MTC nel 1992-93. L'Asia in via di sviluppo era stata anch'essa "shoccata" dalla recessione giapponese e dall'apprezzamento del dollaro sullo yen. La Russia è stata negativamente colpita nel 1997-98 dal forte calo nei prezzi dell'energia, sua principale fonte di export. Ma anche in questi casi gli stock di debito interno ed estero (e la struttura dell'indebitamento), con gli oneri di servizio da essi derivanti, sono da considerarsi tra i "fondamentali" (economici e di senso comune) che bisognerebbe aver presente e considerare *ex ante* come fattori di vulnerabilità e rischio.

Anche la modellistica sulle crisi si è arricchita, in rapporto quasi diretto al numero e tipologia delle stesse - abbiamo visto crisi in cerca di modelli esplicativi e modelli in cerca di crisi da spiegare. Ne offre una gustosa rassegna Rodrik in un suo recente saggio (1998). Ma pur nella varietà e talvolta anche nella scarsa verosimiglianza delle ipotesi avanzate, si intravede come almeno l'insorgere di molte crisi (se non la loro durata e dimensione che sono sempre funzione di dinamiche specifiche e spesso imprevedibili) abbia avuto a che fare con i fondamentali economici presenti, la coerenza e credibilità delle politiche economiche perseguite e con situazioni di contesto economico-finanziario che cambiano sia all'interno che all'esterno (i cosiddetti shock). Parte dei fondamentali è anche la credibilità dei governi da cui emanano le politiche e delle istituzioni più direttamente coinvolte nella gestione dei sistemi finanziari nazionali. Quando essi sono fragili, poco legittimati o coinvolti in cicli elettorali di incerto risultato, la credibilità dei loro impegni passati e presenti viene messa naturalmente più in dubbio dal mercato. La fragilità politica si è di fatto aggiunta

alla fragilità economico-finanziaria in tutti gli episodi di crisi valutarie insorte a partire da quella messicana del 1994.<sup>17</sup>

Senza pretesa di completezza, possiamo notare qui come anche tra gli episodi di crisi più recenti: *a*) quello del Messico del 1994 si sia determinato nel contesto di un disavanzo di conto corrente elevato e in progressivo aumento, in presenza di un surplus di bilancio primario in calo vertiginoso, causa l'ampliamento della spesa pubblica determinata dal ciclo elettorale e i tassi d'interesse in ascesa negli Stati Uniti; *b*) la crisi della Thailandia di metà 1997 (la prima in Asia e il detonatore della conflagrazione regionale a essa seguita) sia parimenti insorta nel contesto di disequilibri di conto corrente estremamente ampi e persistenti, in parte connessi alla depressione dell'economia giapponese e a istituzioni interne poco credibili; *c*) la crisi russa di metà 1998 sia scoppiata dopo che uno shock da ragioni di scambio (petrolio) aveva messo in discussione le possibilità del paese di generare i surplus di conto corrente necessari a far fronte agli obblighi di servizio sul debito estero contratto sia dal settore privato che da quello pubblico, anche qui in presenza di limitata credibilità delle istituzioni nazionali (comprese quelle economiche); *d*) anche la crisi brasiliana di inizio 1999 sia insorta in un contesto di forti e crescenti squilibri esterni e interni, e in presenza di un ampio indebitamento del settore privato nei confronti dell'estero.<sup>18</sup>

In tutti e quattro i casi l'evidente apprezzamento nei tassi di cambio reali, frutto della fissità (o della troppo limitata flessibilità) di quelli nominali in presenza d'inflazione interna più alta di quella del resto del mondo, fu sottovalutato dalle autorità nazionali, fin quando per difendere queste ultime non si registrarono drastiche e insostenibili riduzioni nelle riserve valutarie nazionali.

Questi sono fatti stilizzati - più fatti che stilizzazioni, si spera - che suggeriscono almeno l'importanza rivestita dai fondamentali economici, come qui li si è intesi, in molti episodi recenti di crisi, situazioni di contesto politico entro cui esse si sono sviluppate, e frequente

<sup>17</sup> Anche la crisi del MTC del settembre 1992, sarà bene ricordare, si manifestò in un contesto di incertezza politica crescente in Europa circa le possibilità di ratifica del Trattato di Maastricht. Essa venne dopo la risposta negativa del referendum danese e precedette di poco il referendum francese che sembrava destinato a dare lo stesso risultato.

<sup>18</sup> Disavanzi di conto corrente significativi (e in taluni casi in espansione) erano stati presenti anche in Italia, Svezia e Regno Unito nel 1992.

intersezione tra fragilità economica e fragilità politica nei paesi interessati. Vi sono stati probabilmente anche casi di contagio, ossia scoppi di crisi dove i fondamentali economici non lo avrebbero giustificato. L'estendersi della crisi dalla Thailandia a Corea e Indonesia cade in questa tipologia. Ma anche in questi ultimi casi, cambi nominali troppo rigidi e cambi reali in sopravvalutazione (Corea) erano presenti allo scoppio delle rispettive crisi, in aggiunta all'esistenza di un indebitamento estero (e a breve termine) molto elevato in entrambi questi casi, e di contesti di debolezza o instabilità politica interna altrettanto evidenti (imminenza di elezioni presidenziali in Corea che facevano presagire un cambiamento politico di portata storica e presenza di un regime dispotico, ampiamente corrotto e senza palese legittimità, in Indonesia).

Regimi di tassi di cambio nominali meno rigidi (o più flessibili) avrebbero potuto favorire un aggiustamento più graduale degli squilibri insorti in queste economie, le avrebbero meglio isolate dagli shock reali subiti (quali la caduta di domanda di import in Giappone, la crisi del settore dei semiconduttori, la forte flessione dei prezzi del petrolio, l'aumento di concorrenza nei mercati dell'export) e avrebbe probabilmente contribuito a evitare in taluni casi che svalutazioni drastiche e contagiose divenissero necessarie. La rigidità dei cambi, lungi dal "forzare" aggiustamenti nei comportamenti degli operatori interni (imprese, lavoratori), delle autorità di governo e degli altri attori di maggior portata tali da preservarne i benefici e ridurre i rischi di incoerenza tra obiettivi perseguiti e tra strumenti utilizzati, sembra aver invece almeno convissuto con, e talvolta generato, una forte propensione a finanziare all'estero gli squilibri insorti all'interno, e a rimandare nel tempo i mutamenti nelle politiche economiche e finanziarie necessarie a correggerli. Rigidità nei regimi, credibilità e stabilità economico-finanziaria non sono la stessa cosa, e neppure conseguono l'una dall'altra, almeno al di là del brevissimo termine. Anzi, cambi fissi e libertà di movimento di capitali introducono il classico dilemma della perdita di controllo da parte delle autorità economiche del tasso d'interesse e della domanda di moneta. In presenza di movimenti di capitale liberalizzati, la credibilità della promessa implicita nel cambio fisso si riduce fortemente.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> In taluni casi, soprattutto in Asia, le preferenze per tassi di cambio fissi erano anche connesse alle strategie di sviluppo perseguite dai paesi di questa regione, prima

Ma i rapporti tra crisi valutarie e crisi finanziarie sono anche di altra natura. I regimi di tasso di cambio incidono sul funzionamento dei sistemi finanziari nazionali in modi diversi, complessi e tuttora non compiutamente analizzati. L'ultima crisi, ma non solo essa, è servita in ogni modo a metterne maggiormente a fuoco taluni, o forse a ricordarcene un'altra volta. Ciascuna generazione, infatti, impara quasi solo dalle proprie esperienze negative. Quelle delle generazioni precedenti vengono in generale fortemente scontate, talvolta perfino ignorate, nonostante sforzi benemeriti fatti per impedircelo dagli storici dell'economia e della finanza internazionale (Kindleberger 1996).

Esaminiamone alcuni. La difesa del cambio fisso richiede spesso tassi d'interesse più alti all'interno che all'estero e limiti ai movimenti di capitale. Differenziali negativi nei tassi incentivano gli operatori domestici a finanziarsi all'estero, direttamente o attraverso il sistema bancario nazionale. I rischi di cambio che dovrebbero entrare nelle loro equazioni di indebitamento sono spesso implicitamente considerati come coperti dalle pubbliche autorità, in guisa di sussidio pubblico elargito attraverso l'impegno a mantenere cambi "fissi".

Quando anche queste ultime si indebitano direttamente all'estero, e lo fanno nella maggioranza dei casi per finanziare eccessi di spesa corrente rispetto alle entrate fiscali,<sup>20</sup> l'indicazione che il settore privato ne può trarre, e di fatto quasi inevitabilmente ne trae, è quella di una garanzia ancor più forte sul rischio di cambio. I tassi di cambio nominali in tali circostanze – gli operatori del settore sono fin troppo facilmente portati a concludere – saranno "a maggior ragione" difesi dalle proprie banche centrali. L'effetto di questa garanzia, in aggiunta, tenderà a farsi sentire anche sugli investitori esteri, già incentivati a concedere credito dai differenziali nei tassi d'interesse in favore di quelli dei paesi dei paesi che lo domandano, indipendentemente dalle ragioni di questi differenziali. Queste possono trovarsi, oltre che in

di natura mercantilistica, dettate dall'esigenza di essere concorrenziali nei mercati dell'export nelle prime fasi della crescita intensiva, e in seguito da quella di finanziare all'estero i progetti di sviluppo necessari a preservare tassi di crescita elevati. Ma anche questi obiettivi divennero largamente incoerenti con i tassi di cambio fissi dopo la liberalizzazione dei movimenti di capitale intervenuta in molti paesi della regione a cavallo tra gli anni '80 e '90. Talune di queste liberalizzazioni seguirono poi delle sequenze perverse. In Corea, per esempio, si liberalizzarono i flussi di capitali a breve prima di quelli a lunga.

<sup>20</sup> Abbiamo visto ciò in Messico nel corso del 1994 con la crescente emissione di buoni del tesoro (tesobonos) denominati in dollari USA, in Russia nel corso del 1997 e 1998 con l'emissione dei GKO e infine in Brasile.

crescenti fabbisogni pubblici da finanziare, in politiche monetarie volutamente restrittive mirate a ridurre l'inflazione interna, o in tentativi fatti dalle autorità monetarie di "sterilizzare" gli effetti sul credito interno di precedenti afflussi di capitale estero. Ciò che conta, tuttavia, è che in loro presenza, e in regime di cambi fissi, anche gli operatori esteri saranno portati a non considerare compiutamente il rischio di cambio nelle loro decisioni di credito e di investimento.<sup>21</sup>

Naturalmente, l'esistenza di larghi ammontari di debito estero, soprattutto a breve termine, crea pure una domanda di valuta per il suo servizio che in periodi di crisi diventa difficile da soddisfare, e può contribuire a creare ondate di panico nei mercati valutari quando, proprio per soddisfare fabbisogni non precedentemente coperti a termine, gli operatori indebitati sull'estero domandano valuta estera "a qualsiasi prezzo". Al medesimo tempo ciò crea eccesso di offerta di attività denominate in valuta nazionale, la cui liquidazione forzata diventa ancor più necessaria allorquando, in conseguenza del deprezzamento del cambio, aumentino le passività misurate con lo stesso metro. Il deprezzamento del cambio contribuisce, quindi, a far calare i prezzi interni delle attività finanziarie, creando malessere nei sistemi finanziari nazionali e aggravando per questa via i costi domestici delle difficoltà valutarie insorte. In determinate istanze questa interazione può risultare devastante, come lo è stata in Corea e Indonesia nel corso della seconda metà del 1997 e parte del 1998. Ne soffrono le banche, sempre meno capaci di far credito perché sempre meno liquide, e le imprese, anche quelle non direttamente indebitate all'estero, strette nella morsa di una perdita di accesso al credito, di attività che valgono sempre meno in valuta nazionale e di bilanci in peggioramento per il deteriorarsi delle condizioni di domanda interna e di profitto.

L'indebitamento estero di banche e imprese quando i tassi di cambio cominciano a deprezzarsi non solo indebolisce i sistemi finanziari interni, ma contribuisce a spaventare anche i creditori esteri che, se non per primi, almeno per secondi (ossia dopo quelli nazionali),

<sup>21</sup> Quando la promessa di mantenere cambi fissi (o quasi fissi) viene posta seriamente in dubbio, si possono verificare reazioni difensive di smobilizzo di attività nazionali e di uscita da parte degli investitori esteri che possono far esplodere crisi valutarie, a seconda dell'entità e del loro effetto di trascinamento generale. Quando tale promessa viene invece "violata" dalle pubbliche autorità, con svalutazioni o improvvisi mutamenti nei regimi di cambio, ciò porta spesso al ritiro in massa dal paese degli investitori di portafoglio esteri e alla riduzione drastica di tutti i flussi di credito estero verso il paese.

tenderanno a far defluire altrove i loro fondi, aggravando così le difficoltà valutarie in essere.

Gli effetti di queste complesse interazioni possono essere prevenuti o almeno mitigati da comportamenti prudenti, quali l'accumulo di adeguate riserve da parte delle autorità monetarie, l'accensione di crediti precauzionali in valuta da parte delle stesse, un'attenta gestione dell'indebitamento pubblico interno ed estero, pronte e adeguate risposte di politica economica all'insorgere di squilibri nei pagamenti esteri e buone regole di sistema - quali la puntuale supervisione degli operatori finanziari nazionali, l'assicurarsi che regole prudenziali adeguate sulla capitalizzazione degli istituti di credito siano rispettate, che la gestione della loro esposizione interna ed estera (ivi inclusa la coerenza delle posizioni attive e passive in valuta degli stessi) non comporti rischi eccessivi, e che i movimenti di capitale a breve in entrata e uscita siano ben monitorati.

Gli effetti di incentivi sbagliati sull'indebitamento di banche e imprese e sulla gestione dei rischi di credito da parte delle medesime possono essere complicati dalla presenza di relazioni nascoste tra potere politico e potere economico, ossia tra governi, élite al potere, imprese e banche. Il *crony capitalism*, simboleggiato un tempo da quello instaurato da Marcos nelle Filippine, ha mostrato di essere fattore di non poca importanza anche in altri paesi asiatici - dalla Corea all'Indonesia - e di avere esteso e ampliato gli effetti negativi delle garanzie implicite ed esplicite offerte dalle autorità nazionali agli investitori esteri sui rischi di cambio e sulla solvibilità delle imprese nazionali di produzione e di credito. Naturalmente, anche in queste sfere, l'introduzione di standard di condotta più trasparenti e qualificanti può contribuire a ridurre gli effetti negativi sulle propensioni a indebitarsi (e a concedere credito) prima rilevati. Esistono, tuttavia, anche fattori di non poco conto che vanno nella direzione opposta, quali la presenza di asimmetrie informative tra gli investitori che operano nei mercati finanziari nazionali e internazionali, le quali favoriscano decisioni di entrata e uscita che, invece di essere basate su determinazioni proprie, sono dettate dall'osservazione di decisioni altrui, e quindi possono determinare comportamenti "di branco" in una direzione e nell'altra. Ciò da una parte favorisce l'eccesso di investimento e dall'altra il disinvestimento troppo veloce.

Sono, pertanto, utili tutte quelle misure che possono migliorare la quantità, la qualità e la credibilità dell'informazione economica e finanziaria che giunge agli operatori di mercato. Ma in aggiunta a que-

ste e ad altre cui si è già fatto riferimento, può - e in molte circostanze deve - essere utilizzato lo spazio concesso da regimi di tasso di cambio più flessibili per rendere più immediato e graduale l'aggiustamento agli squilibri macroeconomici che insorgono, per estendere nelle due direzioni la distribuzione dei rischi di variazione nei cambi, per migliorare la valutazione di tali rischi da parte di chi fa credito dall'estero e di chi si indebita dall'interno, per la riduzione della domanda di valuta da accantonare che essi permettono a livello nazionale e di credito di prima e ultima istanza che essi rendono possibile, e infine per la riduzione dell'onere di controllo e di regolamentazione, sia dall'interno che dall'estero, che essi facilitano. Questi sono vantaggi rilevanti, che non possono essere ignorati in tempi normali, e tanto meno in periodi di transizione e di rapido cambiamento.

Regimi di cambio fissi o a flessibilità molto limitata sono stati, come rilevato in precedenza, una costante comune di tutti gli episodi di crisi manifestatesi negli anni '90. Il valore di questa lezione non va perso. Una maggiore attenzione alle scelte di cambio e un'ulteriore spinta a livello di SMI verso la flessibilità nei regimi adottati, soprattutto in quei paesi emergenti dove essi risultino giustificati dalle caratteristiche di base delle economie e dal grado di sviluppo dei sistemi finanziari, assume importanza prioritaria. Finora, nel dibattito sul rafforzamento dell'architettura del sistema monetario e finanziario internazionali si è avuta la sensazione di una mancanza di volontà a partire dal suo centro (*core*) che sta nei regimi di tassi di cambio su cui il sistema si impernia. Questo è ora sottolineato da un numero crescente di autorevoli osservatori (Bergsten 1998, Tobin 1998 e Sachs 1998), ma ancora largamente ignorato a livello ufficiale.

#### 4. Tassi di cambio e libertà di movimento dei capitali su scala mondiale: quali compatibilità?

La conclusione che una maggiore flessibilità nei regimi di cambio all'interno del SMI sia opportuna nelle circostanze attuali incontra varie obiezioni. Quella che viene avanzata più frequentemente, specialmente oggi, riguarda la stabilità di regimi di cambio flessibili in presenza di completa libertà nei movimenti di capitale a livello internazionale e di flussi di capitale di sempre maggiore portata e varietà. La domanda che ci si pone è se, in assenza di una diminuzione nella

variabilità di questi flussi, una maggiore flessibilità nei regimi di cambio non significhi anche una loro maggiore varianza.

Si può controbattere, rilevando come in ogni caso un regime di cambi più flessibili sia maggiormente compatibile con una situazione di libertà di movimento di capitale di quanto lo sia uno a cambi meno flessibili nella doppia dimensione di una maggiore capacità di assorbimento di shock e di una minore rinuncia all'utilizzo delle politiche monetarie, e come serva a ridurre anche la domanda di regolamentazione di tali movimenti, che risulta difficile da soddisfare a costi bassi. La controrisposta che spesso si riceve è quella più radicalmente agnostica: che anche in mercati efficienti nessun regime di cambio - fisso o flessibile - può funzionare adeguatamente in presenza di massicci movimenti di capitale, soprattutto a breve termine e che, nella realtà delle cose "attuali", entrambe le tipologie di tasso di cambio sarebbero prigioniere di tale dilemma. Secondo tale punto di vista, nessun regime di cambio, più fisso o più flessibile di quello attuale, servirebbe ad attuare gli effetti economici della variabilità delle quantità di capitali che attraversano il sistema finanziario internazionale. La conseguenza logica di questa posizione è che sia desiderabile, o al limite necessario, ridurre tali flussi, specialmente quelli a breve termine, attraverso la loro regolamentazione o la loro tassazione.

Naturalmente, se la riduzione dei flussi di capitale a livello mondiale si rilevasse impossibile o altamente indesiderabile, come è spesso argomentato (da ultimo anche da Dornbusch 1998), non rimarrebbe, partendo dai presupposti di cui sopra, che cercare di limitare direttamente i margini di fluttuazione dei valori di mercato delle principali monete attraverso l'azione congiunta dei paesi direttamente interessati, e assumersi il costo della riduzione di indipendenza monetaria derivante da tale scelta (anche se questo aspetto risulta poco sottolineato a livello ufficiale). In questa direzione sembra indirizzata l'attenzione di parte dell'*establishment* politico internazionale (si veda, ad esempio, Federal Ministry of Finance 1999). Le fluttuazioni che si vorrebbero ridurre sono però quelle tra le monete dei principali paesi industrializzati e non quelle tra le monete dei maggiori paesi emergenti e il dollaro, lo yen e l'euro. Le proposte finora presentate, se accettate, finirebbero così per ridurre la flessibilità dove essa esiste e non ha costituito un grande problema, senza allargarla laddove essa manca e dove regimi di cambio troppo rigidi sembrano aver avuto invece effetti alquanto negativi. Anche nell'ambito più ristretto della proposta di zone obiettivo di cambio (*target zones*) come ora formulata, verrebbe-

ro comunque a riprodursi tutte le problematiche relative alla stabilizzazione dei prezzi di mercato di un qualsivoglia bene (ossia di *buffer stock* o *buffer fund*), incluse quelle degli attacchi speculativi in presenza di un tale regime di cambi. Per ovviarle, occorre prima delimitare realisticamente i margini di fluttuazione dei prezzi e poi procurarsi i mezzi sufficienti per difenderli (riserve valutarie), e infine mantenere nel tempo elevate capacità di coordinamento nelle politiche macroeconomiche e tempestività nell'adequarli ai cambiamenti di tendenza nei mercati. Altrimenti il progetto perde credibilità ed efficacia, o crea esso stesso instabilità nei mercati valutari.

Le risposte generali che si possono dare a un problema di eccessiva instabilità nei tassi di cambio che derivasse dalla presenza di una troppo elevata varianza nelle quantità di capitale in circolazione sono essenzialmente due: cambi flessibili per paesi grandi e aperti, singolarmente presi e per gruppi di paesi aventi le opportune caratteristiche di struttura quando considerati collettivamente, accompagnati o meno da una riduzione delle quantità di capitale circolante. Se questa via non fosse percorribile, l'alternativa non potrebbe essere che cambi a flessibilità controllata da parte delle autorità di governo dei vari paesi agenti di concerto. La prospettiva delle *target zones* va in quest'ultima direzione. In tal caso verrebbe lasciata ancora una minore influenza ai mercati e assegnato un maggior peso alla concertazione delle politiche, soprattutto monetarie, dei paesi partecipanti a un simile schema e dei loro interventi di mercato in difesa dei margini prestabiliti.

Anche a voler tralasciare le ragioni che sul piano teorico favoriscono la flessibilità dei cambi come alternativa sistemica alla fissità degli stessi in presenza di libertà di movimento dei capitali, soprattutto per quei paesi o gruppi di paesi che per dimensione, importanza o scelta non siano molto esposti verso l'esterno dal lato del commercio e disposti ad accettare una riduzione di autonomia monetaria, resta il peso del fallimento del regime di cambi fissi di Bretton Woods, avvenuto quando i movimenti di capitale erano alquanto limitati, sia in assoluto che in relazione ai flussi attuali.<sup>22</sup>

Volendo, poi, porre l'alternativa in termini meno drastici - tra maggiore o minore flessibilità dei cambi con il limite inferiore rappresentato dalle *target zones* - non si può neanche in questo caso prescindere

<sup>22</sup> Un esame degli aspetti teorici e storici della questione dei cambi in relazione alla mobilità dei capitali è quella di Dornbusch (1986). Un'approfondita rivisitazione dell'esperienza del post-Bretton Woods è stata fatta recentemente da Askari (1999).

dere da due considerazioni. La prima ha a che fare con le condizioni necessarie a che un regime di "limiti oggettivi" ai tassi che si formano nei mercati valutari possa funzionare adeguatamente. Esse non sono in essenza diverse da quelle necessarie al funzionamento di un regime di cambi fissi, ma modificabili, come è stato quello di Bretton Woods fino al 1971. In primo luogo, deve esistere la capacità e volontà dei governi dei paesi interessati a coordinare in modo adeguato le rispettive politiche fiscali, per far raggiungere alle loro economie gli obiettivi voluti (pieno impiego, occupazione, ecc.). In secondo luogo, dovrebbero essere coordinate anche le politiche monetarie, in modo tale da mantenere i tassi d'interesse in zone che favoriscano stabilità nei mercati dei cambi. I costi economici di tale coordinamento potrebbero essere non marginali. I problemi politici connessi potrebbero rivelarsi di non piccola portata e capaci di aggravare i primi. Infine, neanche l'emergere di attacchi speculativi alle "zone obiettivo" sarebbe molto differente da quello rilevato in presenza di cambi fissi (Krugman e Rotemberg 1992).

La seconda considerazione è che debbono esistere e operare procedimenti di definizione dei limiti desiderabili e sostenibili nelle fluttuazioni permesse ai cambi, dati i fondamentali a essi sottostanti, e che questi debbono essere tali da permettere un coagulo di consensi sufficientemente rapido ed efficace quando mutamenti nei margini di fluttuazione appaiono necessari. Infine, debbono essere all'opera meccanismi di intervento sufficientemente credibili ed efficaci da mantenere i tassi di mercato entro i limiti fissati quando i fondamentali lo giustifichino. Queste sono condizioni difficili da raggiungere e da preservare nel corso del tempo. Per renderle meno "esigenti" e quindi più facilmente realizzabili, la tentazione potrebbe essere quella di diluirle: attraverso l'allargamento delle bande obiettivo, l'ammorbidente dei loro limiti o il loro frequente adeguamento alle condizioni di mercato. In tali casi il sistema invece di essere basato su *target zones* sarebbe basato su *market zones*, virtualmente identico a un sistema di tassi di cambio flessibili.

Infine, qualora si dibatta di una vera opzione di *target zones*, con bande di oscillazione relativamente strette e margini duri, diventa necessario differenziare tra economie piccole e più aperte ed economie grandi e meno aperte. Per le prime, infatti, in presenza di libertà di movimenti di capitali, di cui esse hanno in generale forte bisogno per svilupparsi, e ai quali non hanno in ogni caso grandi possibilità di op-

porsi, le alternative che esistono sono la fissità nei cambi garantita, o resa più credibile, da un aggancio del tipo *currency board* o unione monetaria, oppure tassi di cambio liberamente fluttuanti. Sono i regimi di cambio fissi, ma aggiustabili a discrezione, i meno adatti ed efficaci in queste circostanze. Non potendo contare su un sufficiente livello di supporto bilaterale o multilaterale che dia credibilità agli impegni assunti dalle loro autorità di governo circa i livelli di cambio, queste dovrebbero o accumulare riserve valutarie "enormi" in relazione alla dimensione delle economie in questione (un poco come ha fatto Taiwan negli anni '80 e '90), o sopportare il peso di tassi d'interesse sistematicamente più elevati che nel resto del mondo. Ciò, oltre a essere costoso in termini di crescita, è evidentemente anche incompatibile con l'apertura dal lato dei capitali.

Le economie di dimensione maggiore (e più sviluppate), in genere meno suscettibili al capitale importato e meno bisognose di esso, possono tassarlo o forse anche regolamentarne direttamente i flussi in maniera più efficace, almeno per un certo lasso di tempo. Tuttavia, in assenza di simili scelte, la sostenibilità di *target zones* che siano abbastanza dure ai margini e abbiano dimensioni non troppo ampie, dipende sempre in ultima istanza dalle preferenze dei governi dei paesi o delle aree che le adottano riguardo a obiettivi di politica economica, nonché dai vincoli che limitano le alternative di fatto perseguibili. Vincoli endogeni richiedono l'accettazione di regole predeterminate da parte delle autorità di governo e l'impegno a rispettarli, se si vogliono evitare gli inconvenienti degli equilibri multipli. L'accettazione di regole istituzionali "dure" serve a fare aumentare questo tipo di credibilità, ma il semplice impegno a mantenere i rapporti di cambio entro una certa banda diventa insufficiente allo scopo in assenza di forte cooperazione a livello internazionale. In regimi di tassi di cambio fissi, ma ultimamente aggiustabili, tale livello di cooperazione è stato difficile da mantenere nel corso del tempo, sia globalmente durante l'epoca di Bretton Woods sia regionalmente durante segmenti importanti dell'esperienza dello SME. In regimi di tassi di cambio flessibili e in epoca più recente, l'esperienza post-Louvre dei paesi del Gruppo dei 7 non sembra essere stata chiaramente positiva. Per un certo periodo a fine anni '80 le fluttuazioni del dollaro sono state mantenute entro limiti abbastanza modesti, ma questo non è durato a lungo. In periodi non brevi durante gli anni '90 i tassi di cambio dollaro-marco e dollaro-yen hanno mostrato oscillazioni più forti che

nella seconda metà degli anni '80 (ossia nel primo periodo di cooperazione informale tra il Gruppo dei 7 sulla stabilizzazione dei valori di mercato del dollaro). L'effetto dell'accordo del Louvre del febbraio 1987 sembra essere svanito abbastanza rapidamente, anche considerando le difficoltà che esistono nel passare giudizi informati su esso, data l'opacità degli obiettivi che questi pesi si erano preposti e dei mezzi utilizzati per raggiungerli.

Resta anche da verificare se sarà diversa l'esperienza dell'UME, rafforzata da una parte da impegni forti sulle politiche fiscali permesse (il Patto di stabilità e crescita sottoscritto dai membri) e, dall'altra, già indebolita dalla normale (nel senso di tradizionale) riluttanza dei governi dei paesi membri a privarsi di molta della latitudine fiscale a loro disposizione in situazioni cicliche di bassa crescita e basso impiego come quelle attuali in Europa.

Nel caso in cui fossero stabilite *target zones* tra l'area dell'euro, del dollaro e dello yen, dovrebbe essere chiaro che per le economie piccole e aperte industrializzate, ma soprattutto per quelle in via di sviluppo, l'aggregazione a una di queste tre aree monetarie diventerebbe "obbligata", almeno nei fatti. In tal modo la scelta di regime di tasso di cambio verrebbe fatta anche per loro, e verrebbe di fatto così posto in funzione un nuovo regime globale di tassi di cambio. L'unica sostanziale incertezza resterebbe quella relativa a paesi di grande dimensione come l'India e la Cina, che potrebbero formare una quarta area o aggregarsi a (o fondersi con) quella giapponese, creando così un'unica area monetaria asiatica. Questo favorirebbe la formazione di un'unica area commerciale in Asia e il trilateralismo anche in materia commerciale, che avrebbe conseguenze di benessere globale almeno incerte (Grilli 1998). Queste prospettive debbono essere meditate a fondo prima di imbarcarsi a livello mondiale in un nuovo corso di aree di cambio gestite, corso che deriverebbe quasi automaticamente dall'introduzione di "zone obiettivo" nei cambi delle monete dei maggiori paesi industrializzati.

Le aree di cambio potrebbero rivelarsi di fatto il criterio ispiratore della riforma dell'attuale regime di tassi di cambio. Il SMI verrebbe in tal modo a organizzarsi attorno a un numero limitato di aree monetarie tra le quali i cambi rimarrebbero flessibili, nel qual caso il sistema potrebbe funzionare con sufficiente efficienza e stabilità quanto a processi di aggiustamento interarea. Gli aggiustamenti intra-area dipenderebbero naturalmente dal grado di funzionamento dei loro

mercati dei beni e dei fattori, nonché dalla tipologia dei loro meccanismi fiscali adottati al loro interno. Oppure il SMI potrebbe finire per organizzarsi attorno ad aree monetarie con cambi a flessibilità limitata tra loro, nel qual caso il suo funzionamento rischierebbe di ridiventare instabile per le possibili reazioni di mercato ad aggiustamenti interarea troppo limitati o troppo lenti (che potrebbero per di più interagire in maniera non benigna con quelli interni alle singole aree). In questo secondo caso la stabilità della soluzione potrebbe venir meno e anche la sua efficienza potrebbe risultare diminuita. E nemmeno si potrebbe contare su una ragionevole speranza di raggiungere per questa via - almeno nel futuro prevedibile - la soluzione "ideale": quella di un'unica area monetaria mondiale; ciò «per la contraddizione [politica] che nol consente». La decisione sui regimi di cambio sembra, quindi, destinata a rimanere cruciale anche qualora la riforma del sistema monetario internazionale prendesse nei fatti o per disegno la direzione delle aree di cambio.

## BIBLIOGRAFIA

- ARGY, V. (1990), "Choice of exchange rate regime for a smaller economy: a survey of some key issues", in V. Argy e P. De Grauwe eds, *Choosing an Exchange Rate Regime*, International Monetary Fund, Washington.
- ASKARI, H. (1999), "Twenty-five years of Post-Bretton Woods experience: some lessons", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. LII, no. 208, pp. 3-38.
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI (1993), *63ª Redazione annuale*, Basilea.
- BERGSTEN, C.F. (1998), "Missed opportunity", *The International Economy*, vol. 12, no. 6, pp. 26-27.
- BRUNO, M. (1991), "High inflation and the nominal anchors of an open economy", *Princeton Essays in International Finance*, no. 183.
- CALVO, R. e E. MENDOZA (1996), "Reflections on Mexico's balance of payments", *Journal of International Economics*, vol. 41, pp. 235-64.
- CORDEN, W.M. (1994), *Economic Policy Exchange Rates and the International System*, University of Chicago Press, Chicago.
- DORNBUSCH, R. (1986), "Flexible exchange rates and excess capital mobility", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 209-35.
- DORNBUSCH, R. (1998), "Capital controls: an idea whose time is past", in S. Fischer et al. eds, pp. 20-27.
- FAZIO, A. (1998), "Il Sistema Monetario Internazionale", intervento alla conferenza "Idea per il futuro del Sistema Monetario Internazionale", Banca d'Italia, Firenze 19 giugno.

- FEDERAL MINISTRY OF FINANCE (1999), "Exchange rate systems and consistent macroeconomic policies", Bonn, 12 febbraio, dattiloscritto.
- FILOSA, R. (1998), "Globalizzazione della finanza e stabilità del sistema monetario internazionale", Rapporto presentato al Convegno internazionale in onore di Federico Caffè, Roma, Università degli Studi di Roma Tre.
- FISCHER, S., R. SAHAY e C. VEGH (1996), "Stabilization and growth in transition economies: the early experience", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, pp. 45-66.
- FISCHER S. et al. eds (1998), "Should the IMF pursue capital account convertibility?", *Princeton Essays in International Finance*, no. 207.
- FLOOD, R.P. (1979), "Capital mobility and the choice of exchange rate system", *International Economic Review*, vol. 2, June, pp. 405-16.
- FLOOD, R.P., J.S. BHANDARI e J.P. HORNE (1989), "Evolution of exchange rate regimes", *IMF Staff Papers*, vol. 36, no. 4, pp. 810-35.
- FRANKEL, J. e A. ROSE (1996), "Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment", *Journal of International Economics*, vol. 31, no. 3/4, pp. 351-66.
- FRENKEL, J., M. GOLDSTEIN e P. MASSON (1991), "Characteristics of a successful exchange rate system", *IMF Occasional Paper*, no. 82.
- GRILLI, E. (1998), "Multilateralism and regionalism: a still difficult coexistence", in R. Faini and E. Grilli eds, *Multilateralism and Regionalism after the Uruguay Round*, Macmillan, London, pp. 194-233.
- GROUP OF 7 (1998), *Declaration of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Washington, 30 ottobre.
- GROUP OF 10 (1996), *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises*, Washington.
- GROUP OF 22 (1998), *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, Washington.
- KAMINSKY, G., S. LIZONDO e C. REINHART (1998), "Leading indicators of currency crises", *IMF Staff Papers*, vol. 45, no. 1, pp. 1-48.
- KINDLEBERGER, C. (1996), *Manias, Panics and Crashes*, Macmillan, London, 3rd ed.
- KRUGMAN, P. (1996), "Are currency crises self-fulfilling?", in B.S. Bernanke e J.J. Rotemberg eds, *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KRUGMAN, P. e J. ROTEMBERG (1992), "Speculative attacks on target zones", in P. Krugman e M. Miller eds, *Exchange Rates Targets and Currency Bands*, Cambridge University Press, Cambridge.
- IMF (1997a), *IMF Survey*, no. 8, 21 April.
- IMF (1997b), *IMF Report*, 12 May.
- IMF (1998), *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Strengthening the Architecture of the International Monetary System*, Washington, ottobre.
- LEAGUE OF NATIONS (1944), *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period*, Geneva.

- MCKINNON, R.I. (1963), "Optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 53, pp. 717-25.
- MUNDELL, R. (1961), "A theory of optimal currency areas", *American Economic Review*, vol. 51, pp. 657-65.
- OBSTFELD, M. (1995), "International currency experience: new lessons and lessons relearned", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 119-220.
- OBSTFELD, M. e K. ROGOFF (1995), "The mirage of fixed exchange rates", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, no. 4, pp. 73-96.
- OBSTFELD, M. e A. TAYLOR (1998), "The Great Depression as a watershed: international capital mobility in the long-run", in M. Bordo, C. Golin e E. White eds, *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the 20th Century*, University of Chicago Press, Chicago.
- RODRIK, D. (1998), "Who needs capital account convertibility", S. Fischer et al. eds, pp. 55-65.
- ROSE, A. e L. SVENSSON (1994), "European exchange rate credibility before the fall", *European Economic Review*, vol. 38, pp. 1185-216.
- SACHS, J. (1998), "Stop preaching", *Financial Times*, 5 novembre.
- SACCOMANNI, F. (1999), "Coping with international financial crises: the G-7 approach", Banca d'Italia, mimeo.
- SOLOMON, R. (1982), *The International Monetary System: 1945-1981*, Harper e Row, New York.
- TOBIN, J. (1998), Commenti orali fatti al Simposio della Brookings Institution sui modi attraverso i quali limitare l'azzardo morale negli interventi di salvataggio finanziario (Symposium on "Limiting moral hazard in financial rescues"), Washington, 4 giugno.
- TOWER, E. e T. WILLET (1976), "The theory of optimum currency areas and exchange rate flexibility", *Special Papers in International Finance*, Princeton University Press, Princeton.
- VACIAGO, G. (1993), "Exchange rate stability and market expectations: the crisis of the EMS", *Review of Economic Conditions in Italy*, no. 1, pp. 11-29.