

L'importanza delle banche, della qualità del credito e dell'ordine finanziario internazionale: riflessioni sull'attuale crisi nel Sud Est Asiatico *

CHRISTOPHER DOW

Il presente saggio si apre con un esame delle molteplici cause della crisi asiatica, per poi esplorare diversi modi, forse non convenzionali, di scongiurare il ripetersi di simili crisi.

1. Le cause dell'attuale crisi asiatica

Generalmente i principali avvenimenti storici hanno molte cause. La crisi si è manifestata, nella seconda metà dello scorso anno, con un'improvvisa fuoriuscita di capitali dai cinque paesi asiatici più coinvolti e con il conseguente crollo dei loro tassi di cambio.¹ Inizialmente i commenti ufficiali hanno individuato le principali responsabilità in elementi di debolezza interni a questi paesi.² Elenco di seguito altri quattro fattori che mi sembrano importanti. La distanza tra le opinioni degli economisti accademici rimane ampia.³

|| La *Rivista* partecipa al cordoglio per la scomparsa del professor Dow, avvenuta il 1° dicembre 1998.

* Sono grato, per i commenti ricevuti, ad Andrew Crockett, Michael Foot, Christopher Huhne, Lord Richardson e Neils Thygesen. Originariamente l'articolo è stato presentato nel maggio 1998 come saggio concorrente al *Jacques de Larosière Essay Competition*, organizzato dall'International Institute for Finance; la sua relativa brevità è dovuta alle regole di quel concorso. Il lavoro si rifà brevemente al mio più ampio studio *Major Recessions 1920-1975*, pubblicato a dicembre dall'Oxford University Press.

¹ Nel loro punto di minimo, i tassi di cambio di Thailandia, Malesia, Filippine e Corea erano diminuiti del 50% rispetto al mese di luglio dello scorso anno, mentre quello dell'Indonesia si era ridotto di oltre l'80%. I tassi di cambio di Singapore e Taiwan hanno subito una riduzione molto più modesta, mentre quello di Hong Kong è diminuito molto poco.

² Stanley Fischer (nel gennaio 1998) ha espresso un punto di vista del FMI secondo cui la crisi «ha soprattutto cause interne», mentre la BRI (febbraio 1998) considerava «i sistemi bancari locali [come] l'origine della crisi».

³ Si veda ad esempio la discussione contenuta in Miller e Luangaram (1998), Chote (1998) e Radelet e Sachs (1998).

1.1. Fattori interni di debolezza finanziaria

Le condizioni sulle quali si concentra solitamente l'attenzione comprendono la fragilità finanziaria dei mutuatari asiatici (società o banche); l'inadeguata – se non male indirizzata – vigilanza sulle banche; i metodi di governo incoerenti, nepotistici o corrotti; l'assenza di un'informazione valida sulle finanze e le riserve statali.

Tali condizioni devono aver acuito la crisi; tuttavia non erano nuove, e le crisi si sono verificate in paesi dove esse mancavano.⁴ Esse pertanto non possono essere classificate come l'unica causa. Per porre rimedio ad alcuni di questi fattori di debolezza, il FMI è stato spinto a dare indicazioni che hanno prolungato i negoziati: anche ciò deve avere contribuito a peggiorare la crisi, soprattutto in Indonesia.⁵

1.2. Tassi di cambio sopravvalutati come causa della crisi

Molte crisi di cambio sono state provocate da tassi di cambio non appropriati; in tali casi la crisi si manifesta appena i mercati percepiscono il cambio come insostenibile; ciò che spinge gli operatori a vendere è la paura di perdite sui cambi. Nella crisi in questione probabilmente questo fattore non è stato importante, perché la maggior parte dei prestiti esteri era in dollari: quel che ha guidato gli operatori è stato il timore che i mutuatari privati potessero fallire o che i governi divenissero inadempienti. Probabilmente le valute erano sopravvalutate (ma non quella della Corea) in parte perché la maggior parte di esse era legata al dollaro, che si andava apprezzando. Tuttavia il danno principale è derivato probabilmente non dalla sopravvalutazione, bensì dall'apparenza di stabilità che ha indotto i mutuatari a rivolgersi all'estero.

⁴ Come ad esempio sottolinea Stiglitz (1998).

⁵ Ciò è vero indipendentemente dal fatto che il FMI avesse ragione di insistere su tali condizioni, o che invece – come ha sostenuto Feldstein (1998a e 1998b) – le condizioni del FMI si spingessero al di là di quanto strettamente necessario alla gestione della crisi del cambio. Esprimere dall'esterno un giudizio su tale questione è difficile e andrebbe oltre gli scopi del presente lavoro. A mio avviso il sostegno del FMI non corrisponde all'attività di prestito di ultima istanza (LLR – *lending of last resort*) di una banca centrale, e di conseguenza non può essere elargito incondizionatamente (come al contrario è stato affermato da Feldstein); anche il LLR di una banca centrale è raro.

1.3. La rapida crescita passata e la successiva recessione come causa della crisi finanziaria

Tutti i paesi coinvolti nella crisi finanziaria avevano registrato in precedenza una crescita estremamente rapida.⁶ Ciò ha favorito il formarsi di una mentalità "da boom", a causa della quale gli investitori interni ed esteri hanno sottovalutato i rischi. La crescita rapida prometteva alti rendimenti sugli investimenti, e pertanto ha favorito quelli che si rivelarono come afflussi insostenibilmente ampi di capitali all'interno dell'area.

A partire dal 1996 Thailandia, Malesia e Indonesia, e ora anche la Corea, sono entrate in recessione (Figura 1).⁷ È probabile che le recessioni siano state provocate dall'indebolimento dei mercati di esportazione di questi paesi, e il collasso del boom deve aver rappresentato uno dei motivi dell'inversione di direzione degli afflussi di capitale.

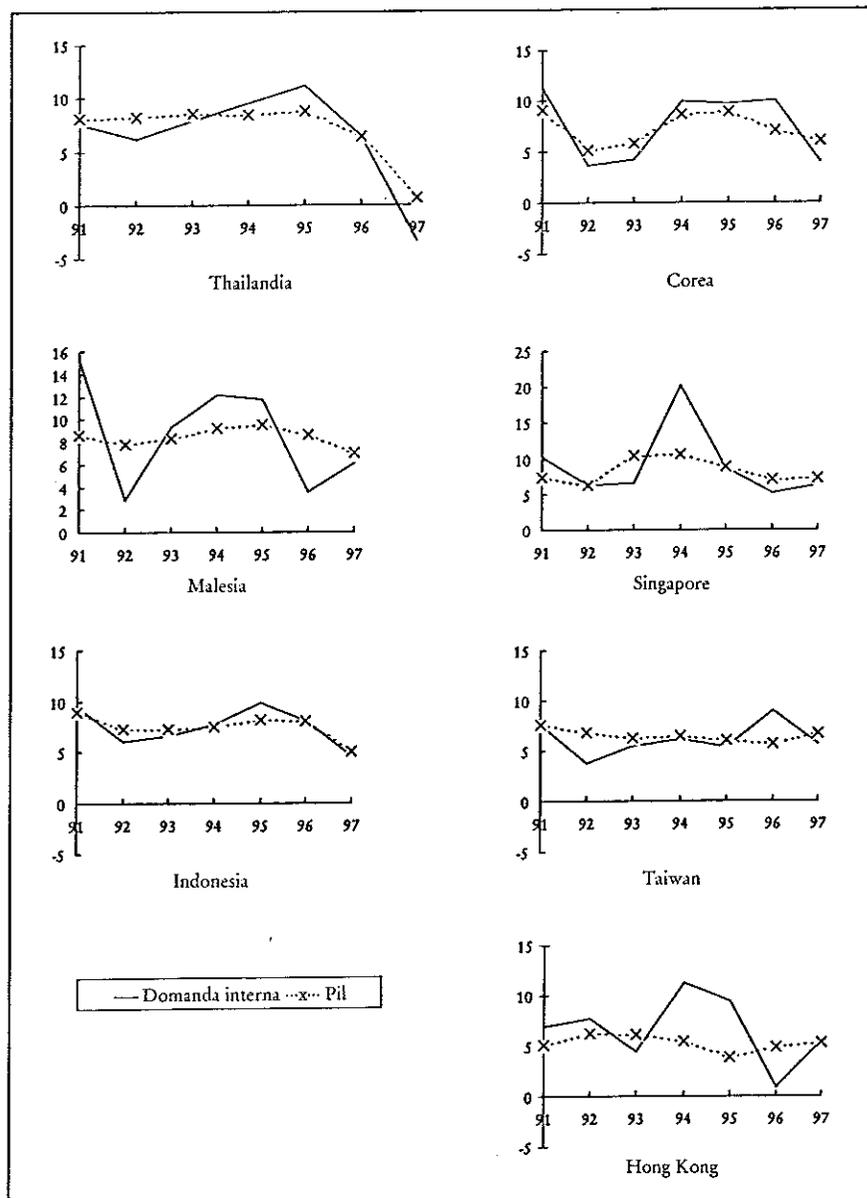
Alcuni studi considerano la recessione come un sottoprodotto della crisi finanziaria, ma probabilmente la recessione è comparsa prima e ha contribuito a generare la crisi stessa, che a sua volta ha aggravato la situazione recessiva. A causa di tali interconnessioni, le crisi finanziarie e la recessione sembrano destinate a protrarsi più di quanto sia accaduto in Messico.

⁶ Hong Kong, Corea del Sud, Singapore e Taiwan (qui denominate "vecchie tigri") erano cresciuti rapidamente a partire dalla metà degli anni '60. Thailandia, Malesia e Indonesia (le "nuove tigri") – che erano colonie economiche del primo gruppo e del Giappone – hanno goduto di una crescita almeno altrettanto veloce, o persino più rapida, a partire dal 1990. L'investimento estero effettuato dai paesi del primo gruppo e dal Giappone ha esportato nei paesi del secondo gruppo le tecnologie che avevano generato la loro stessa crescita (Kong Yam Tan 1995). In gran parte ciò è stato il risultato della diaspora cinese nell'area, ed è dipeso (come solitamente accade quando le istituzioni civiche di governo sono deboli) da rapporti di parentela. A causa di tali legami, il reddito, la produzione e il commercio di quest'area sono strettamente interconnessi. I paesi del primo gruppo vengono spesso chiamati "paesi di nuova industrializzazione" (NIC – *Newly Industrialising Countries*), mentre il secondo gruppo, comprese le Filippine (che hanno mostrato una crescita meno rapida), è spesso indicato con il nome di ASEAN-4 (*Association of South-East Asian Nations* – Associazione delle nazioni del Sud Est Asiatico).

⁷ La misura migliore per le recessioni non è data dalle variazioni assolute, ma dalla differenza rispetto al tasso di crescita normale; per i sistemi economici delle tigri asiatiche una crescita del 5% rappresenta quindi una recessione. Per tali paesi probabilmente le recessioni possono essere meglio misurate non in termini di Pil, ma in termini della domanda interna, che oscilla più del Pil.

FIGURA 1

DOMANDA E PRODUZIONE INTERNE IN SETTE PAESI ASIATICI, 1991-97
(variazioni percentuali annue)



Fonte: FMI (1997, tabella A1).

1.4. La struttura globale della bilancia dei pagamenti dei paesi asiatici

Un paese che sperimenta un disavanzo corrente affronta un rischio, in quanto gli afflussi di capitale necessari a finanziarlo possono mutare molto più rapidamente dei flussi reali che determinano il conto corrente. Nel periodo 1991-97 i flussi di capitale privato complessivi verso i sette paesi asiatici sono cambiati da un anno all'altro di non meno del 3,5% del Pil, in gran parte (ma non solo) a causa dei flussi di breve periodo (Tabella 1).

Quale sia un deficit al riparo da rischi dipende da come un paese conduce correntemente i propri affari. Nelle condizioni di questi paesi, sopportare disavanzi pari al 3% del Pnl era a mio giudizio rischioso, e sopportarne del 5% molto rischioso. Negli ultimi sei anni l'Indonesia e le Filippine hanno registrato deficit compresi in questo intervallo, mentre quelli di Thailandia e Malesia lo hanno superato di gran lunga (Tabella 2).⁸ Ritengo quindi di poter concludere che l'ampiezza dei disavanzi delle "nuove tigri" (e in misura minore della Corea), insieme al loro ricorso alla finanza di breve periodo hanno rappresentato cause importanti della crisi.

1.5. L'instabilità del credito bancario

Una diffusa attività di prestiti bancari verso i paesi asiatici ha costituito parte della psicologia da boom, che in seguito è crollata. L'alternanza tra fasi di eccessiva fiducia e di prudenza appare come una caratteristica generale dell'attività di credito bancario, riscontrabile non solo nei flussi internazionali ma anche all'interno di sistemi economici maturi, e sembra una caratteristica dei mercati finanziari in genere.

Nell'ambito della crisi attuale, questa instabilità generale di fondo deve aver interagito con cause più specifiche, e deve averle amplificate. Ciò contribuisce a spiegare l'ampiezza della crisi e il suo diffondersi (per contagio) da un paese all'altro, che ne ha rappresentato un elemento cruciale.

⁸ Diverso è stato il caso delle "vecchie tigri". Il disavanzo della Corea è rimasto contenuto fino al 1996, quando è aumentato rapidamente fino al 5% del Pil, mentre Taiwan, Singapore e Hong Kong hanno per lo più sperimentato avanzi notevoli. Sia pur per compensare un deficit relativamente basso, anche la Corea (ma non le altre "vecchie tigri") si è affidata agli afflussi di breve periodo.

TABELLA 1

FLUTTUAZIONI DEGLI AFFLUSSI DI CAPITALE IN SETTE PAESI ASIATICI, 1991-97
(variazioni annue dei flussi netti di capitale privato e di tre delle componenti principali in percentuale del Pil)

	Investimenti diretti netti	Investimenti netti di portafoglio	Altro (flussi di "breve periodo")	Flussi netti di capitale privato ^a
<i>Le nuove tigri</i>				
Thailandia	0,2	1,3	5,6	5,0
Indonesia	0,9	0,5	1,4	1,7
Malesia	0,9		5,6	5,7
Filippine	0,2	1,1	1,1	3,0
<i>Le vecchie tigri</i>				
Corea	0,1	1,0	1,3	1,1
Taiwan	0,2	0,2	1,7	1,4
Singapore	2,1	4,7	5,1	6,8
Media dei sette paesi	0,7	1,5 ^b	2,9 ^b	3,5

^a Il totale è inferiore alla somma delle componenti perché alcune variazioni delle componenti si bilanciano.

^b È omesso il dato relativo alla Malesia.

Fonte: FMI (1997, tabella 1).

TABELLA 2

SALDI DI CONTO CORRENTE
(in percentuale del Pil)

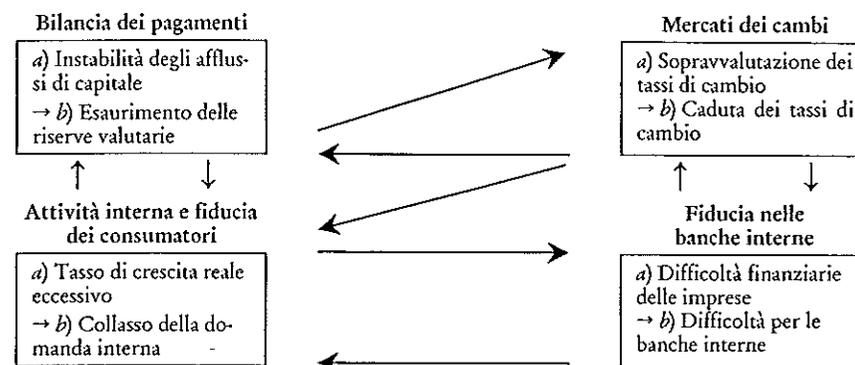
	1975-82	1983-89	1990-95	1996	1997
<i>Le nuove tigri</i>					
Thailandia	-5,6	-3,2	-6,7	-7,9	-3,9
Indonesia	-1,2	-3,3	-2,5	-3,3	-2,9
Malesia	2,0	-0,7	-6,2	-4,9	-5,8
Filippine	-6,5	-0,3	-4,1	-4,7	-4,5
<i>Le vecchie tigri</i>					
Corea	-4,6	2,5	-1,4	-4,9	-2,9
Taiwan	1,6	12,9	4,1	5,2	4,2
Singapore	-8,8	1,8	12,0	15,0	14,0
Hong Kong	1,9	8,3	4,5	-1,3	-1,5

Fonte: FMI (1997, tabella A1).

Questi cinque fattori devono aver interagito tra loro (Figura 2). Interconnessioni di questo tipo rendono il sistema difficile da governare.⁹

FIGURA 2

SCHEMA SEMPLIFICATO DELLE INTERAZIONI DELLA CRISI: RELAZIONI TRA ANDAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI, TASSI DI CAMBIO, CRESCITA REALE E FIDUCIA NELLE BANCHE¹



¹ I riquadri mostrano: a) la condizione generale e b) la reazione in situazione di crisi.

2. L'approccio attuale al problema

Alla base dell'insieme di proposte riportate nella seguente sezione 3 si trovano tre linee di pensiero.

a) Le riforme devono adattarsi a un mondo imperfetto

Tutti devono convenire che è altamente auspicabile, nei paesi debitori, una riforma dei sistemi interni di regolamentazione. Tuttavia l'ordine del giorno è molto ampio,¹⁰ e non può essere raggiunto in po-

⁹ Cfr. Jervis (1997). Si veda anche Wolfenson (1998): «La mia opinione è che tra cinque o sette anni si verificherà un'altra crisi fondata su qualche altro fattore che oggi non prevediamo».

¹⁰ Le riforme di ampia portata attualmente in via di definizione nei paesi debitori riguardano ad esempio l'adeguatezza dei capitali, gli standard di prestito, la valutazione delle attività ed efficaci meccanismi di recupero dei prestiti; la trasparenza, gli standard di comunicazione e di contabilità; provvedimenti in grado di garantire una pronta analisi delle istituzioni insolventi; la creazione di banche centrali solide e autonome, e la pubblicazione di idonee informazioni finanziarie (si veda ad esempio il dibattito riportato in FMI 1998).

chissimo tempo: alle economie mature sono occorsi decenni, anche secoli, per predisporre i propri sistemi (tuttora imperfetti) di *governance* e di controllo. A causa delle condizioni insoddisfacenti che probabilmente finiranno con il prevalere, appare rischioso permettere che nel frattempo la scala dei flussi internazionali di capitali sia determinata interamente dalle forze di mercato. Per il momento sarebbe preferibile qualcosa di simile alle restrizioni proposte nella sezione 3, piuttosto che la piena libertà di movimenti di capitale attualmente sollecitata da molti osservatori.

b) *Motivi dell'instabilità di fondo dei mercati finanziari*

Vi è ragione di ritenere che per quanto valida divenga l'infrastruttura istituzionale, i flussi bancari internazionali continueranno – al pari dei mercati finanziari in genere – a essere soggetti a oscillazioni tra fasi di fiducia eccessiva e di sfiducia. Chi enfatizza la razionalità dei mercati finanziari li vede alla continua ricerca di situazioni di equilibrio ottimo, e dunque li considera stabili. Nel breve periodo, tuttavia, è evidente che essi possono presentarsi come altamente instabili.

In questo senso, quel che impedisce ai mercati finanziari di funzionare a dovere è una conoscenza fondamentalmente insufficiente. Pertanto, affinché i mercati funzionino bene, ogni creditore dovrebbe essere in grado di effettuare una propria valutazione dei rischi dei diversi tipi di credito, e di adeguare di conseguenza i propri tassi attivi. Un aumento dell'indebitamento da parte di qualunque mutuatario (agente o paese) accrescerebbe il premio di rischio e tenderebbe a restringere il credito per quel mutuatario, tranquillamente e senza fenomeni di panico o di crisi. Di fatto i creditori non hanno una conoscenza di questo tipo, e tendono a seguire una (male informata) opinione collettiva. La direzione del comportamento tende allora ad autorafforzarsi, ma giunta a livelli critici si inverte. I mercati funzionerebbero meglio qualora gli agenti tenessero maggiormente conto dei rischi. Le seguenti proposte 2 e 3 sono dirette proprio ad aumentare la consapevolezza dei rischi.

Nei mercati finanziari i punti di svolta sembrano intrinsecamente imprevedibili.¹¹ Lo stesso probabilmente vale per i grandi punti di

¹¹ A causa della prevalente ortodossia delle aspettative razionali, la questione non è stata molto discussa, ma si vedano Goldberg e Frydman (1996) e i riferimenti ivi contenuti.

svolta dei cicli economici, che solitamente sono determinati in parte dai mercati finanziari. La ricerca di indicatori di allarme preventivi sembra quindi condannata al fallimento. Una previsione utile non richiede semplici allarmi generici, ma una previsione ragionevolmente precisa sulla scansione temporale. Con questo standard nessuno avrebbe potuto prevedere la crisi asiatica: né il FMI, né le agenzie di *rating* del credito, né le banche.¹² Forse queste istituzioni non andrebbero biasimate, poiché l'errore è consistito nel ritenere possibile una previsione, e nel pensare che una previsione favorevole all'impossibilità di una crisi assicurasse che non si sarebbe verificata alcuna crisi.¹³ Le proposte riportate di seguito non sono dirette a migliorare la capacità di previsione, ma a permettere di farne a meno.

c) *La necessità per le autorità di vigilare sulla qualità del credito*

Se le autorità intendono moderare le fasi di fiducia eccessiva nel credito bancario, diviene necessaria un'azione di controllo (ad esempio attraverso la politica monetaria o nei modi suggeriti nella proposta 3 illustrata nella sezione successiva). Probabilmente non è sufficiente introdurre istituzioni valide e regole statiche. La prevenzione dell'instabilità dei flussi bancari internazionali dovrebbe inoltre meritare attenzione non solo da parte della vigilanza bancaria dei paesi debitori, ma anche da parte della vigilanza dei paesi creditori (perché è probabile che le crisi internazionali provochino sofferenze per le banche creditrici, ostacolando in tal modo nella loro attività di intermediazione finanziaria interna). La vigilanza sui flussi internazionali dovrebbe essere considerata come un aspetto della funzione delle banche centrali. Anche il prestito bancario *all'interno* di ogni paese è instabile. Al fine di tenerlo sotto un certo grado di controllo, le autorità devono sorvegliare la "qualità del credito"¹⁴ e tentare di prevenire la nascita, nei mercati finanziari, di condizioni eccessivamente speculative.

¹² Per il riferimento alle agenzie di *rating* si veda Fitch-IBCA (1998).

¹³ In ogni caso, seppure il FMI fosse stato in grado di prevederla, ciò si sarebbe rivelato utile? Specialmente se si fosse saputo che il FMI poteva prevederla, la divulgazione della previsione avrebbe potuto far precipitare la crisi temuta.

¹⁴ Scrivendo sulla Banca d'Inghilterra degli anni '20, Sayers (1976, p. 273) sottolinea come la Banca considerasse il «controllo sulla qualità del credito» come «uno dei suoi doveri fondamentali». In quel periodo la Banca svolgeva tale compito esaminando attentamente i nomi sulle cambiali che accettava per il sconto e il tipo di attività che riguardavano. Tale concetto non coincide con quello della «solidità bancaria», sottolineato dal volume del FMI curato da Enoch e Green (1997).

Per le singole imprese le banche rappresentano una comoda fonte primaria di credito durante un'espansione. Per il sistema economico nel complesso, il sistema bancario è probabilmente *essenziale* nel finanziamento di un'espansione.¹⁵ Le grandi fluttuazioni dell'attività economica sono accompagnate, e vengono amplificate, da ondate di eccessiva fiducia destinate in seguito a crollare. Pertanto la vigilanza prudenziale sulla qualità del credito è parte integrante del mantenimento di una crescita stabile. In ciò sta la reale giustificazione per l'adozione di obiettivi relativi alla quantità di moneta: tali obiettivi non hanno fornito un modo rigoroso di porre un tetto all'inflazione, ma rappresentano un ottimo modo pragmatico di salvaguardare la qualità del credito. Ciò diverrà sempre più importante con il progredire continuo della globalizzazione del sistema bancario e dell'integrazione dell'economia mondiale. Le proposte presentate di seguito vanno interpretate essenzialmente come un modo di affrontare tale compito nei suoi aspetti internazionali.

3. Quattro proposte esemplificative

Tali proposte vengono avanzate per presentare modi alternativi di preservarsi da crisi future, ma non intendono essere esaustive.¹⁶

Proposta 1. Provvedimenti adottati dai paesi debitori per limitare la dimensione degli afflussi

Molti paesi hanno cercato di limitare gli afflussi. In questa sede proponiamo che in generale i paesi debitori vadano incoraggiati a farlo, e

¹⁵ Ciò perché in espansione il sistema bancario può offrire il finanziamento agli aspiranti investitori prima che i risparmiatori finali siano in grado di impegnarsi nell'acquisto di titoli addizionali (si veda ad esempio Smithin 1994, pp. 174-77, e Godley 1996, pp. 3-4). Tale osservazione dipende da due note identità: i) l'uguaglianza, per l'intero sistema bancario, tra prestiti e depositi marginali; ii) l'identità contabile nazionale tra produzione, reddito e spesa complessivi, e pertanto l'uguaglianza tra risparmi e investimenti *ex post* in tutte le fasi di un processo moltiplicativo di tipo keynesiano.

¹⁶ I provvedimenti proposti risulterebbero meno invadenti di altri due che hanno lo stesso scopo generale. Il suggerimento di Tobin (1978) a favore di una leggera tassa sui flussi transfrontalieri probabilmente non potrebbe risultare sufficientemente ampio da divenire efficace (si vedano Eichengreen 1996 e Davidson 1997). Al contrario, il piano di assicurazione del credito ideato da Soros (1997) per limitare i flussi bancari potrebbe a mio parere avere una forza eccessiva e rivelarsi distruttivo.

che vi siano regole condivise. Ad esempio, si potrebbe proporre che i paesi debitori:

a) tentino di limitare la dimensione del disavanzo corrente (il che potrebbe comportare controlli diretti per limitare gli afflussi ed evitare così che il tasso di cambio oltrepassi un livello competitivo desiderato, individuato sulla base della probabilità di generare esclusivamente bassi disavanzi correnti);¹⁷

b) cerchino di porre limiti agli afflussi di breve periodo, cioè agli afflussi bancari e al credito commerciale (il che potrebbe implicare controlli statali diretti da parte dei governi dei paesi debitori nei confronti dei prestiti accessi dalle società di mutuo).¹⁸

Suggerisco che si apra un dibattito, ad esempio nell'ambito del FMI e dell'OCSE, con l'intento di giungere a un consenso internazionale sulla strategia che i paesi debitori dovrebbero tentare di perseguire. Con riferimento al punto a) probabilmente la norma dovrebbe essere resa flessibile, ovvero i paesi che presentano validi piani prudenziali potrebbero essere considerati solidi anche in caso di disavanzi correnti più ampi; altrimenti la norma potrebbe prevedere che gli afflussi di capitale totali vadano mantenuti entro il - diciamo - 3 o 4% del Pil del paese debitore. Per quanto riguarda gli afflussi di breve periodo, la norma potrebbe limitarli ad esempio all'1% del Pil. Regole di questo tipo dovrebbero essere indicative, non obbligatorie: per molto tempo i paesi debitori, anche provando, non potrebbero comunque rispettarle. Tuttavia insuccessi rilevanti nel perseguirle potrebbero comportare una penalizzazione in sede di valutazione del merito di credito del paese (si veda la seguente proposta 2).

Proposta 2. Piano per una più mirata vigilanza internazionale sui flussi bancari

Il suggerimento prevede che si vari una procedura di valutazione da parte di un "gruppo di pari" attraverso la quale esaminare la situazione creditizia di ciascun paese debitore alla presenza dei rappresentanti degli organi di vigilanza dei paesi confinanti e dei principali paesi cre-

¹⁷ Per quanto riguarda l'esperienza del Cile, dove è stata attuata una politica di questo tipo, si vedano Agosin e Ffrench-Davis (1996) e Ffrench-Davis (1998).

¹⁸ Una politica diretta a far corrispondere afflussi bancari e aumenti delle riserve non sembra un'alternativa realizzabile.

ditori (la tabella 4 illustra il tipo di questioni che si potrebbero affrontare). La procedura di "esame" potrebbe essere applicata in primo luogo all'Asia sud-orientale, ma in seguito anche all'America Latina e ad altre aree, probabilmente in qualità di gruppi a parte.

TABELLA 3

AFFLUSSI DI CAPITALE DI BREVE PERIODO^a
(in percentuale del Pil)

	1975-82	1983-88	1989-95	1996	1997
<i>Le nuove tigri</i>					
Thailandia	1,5	7,4	7,4	7,7	-12,6
Indonesia	1,0	2,6	2,1	2,7	0,1
Malesia	0,8	2,3	3,8	4,5	-0,6
Filippine	-2,7	0,9	1,4	8,5	4,5
<i>Le vecchie tigri</i>					
Corea	-1,6	0,8	0,9	3,0	3,4
Taiwan	0,7	-2,8	-1,9	-2,1	-2,6
Singapore	-3,2	-2,4	-3,6	1,8	3,6

^a Misurati sottraendo alle stime degli afflussi complessivi di capitale privato le stime dell'investimento diretto netto e dell'investimento netto di portafoglio (il dato relativo a Hong Kong non è disponibile).

Fonte: FMI (1997, tabella 1).

L'obiettivo sarebbe di concentrare più marcatamente la vigilanza bancaria dei paesi debitori e creditori sulla mutevole situazione nei paesi debitori; di rendere questi ultimi più consapevoli di quali aspetti della loro *performance* abbiano preoccupato maggiormente i creditori e avrebbero avuto ripercussioni sulle condizioni di credito, e di fornire alla vigilanza dei paesi creditori, con riferimento all'attività di controllo dei prestiti esteri delle loro banche, una conoscenza più completa delle condizioni nei paesi creditori.

Accrescere l'efficacia della vigilanza bancaria è una delle funzioni della banca centrale, e una procedura di valutazione di casi tra i responsabili della vigilanza bancaria potrebbe essere svolta dalla Banca dei Regolamenti Internazionali in qualità di banca centrale. La stessa operazione probabilmente non potrebbe essere realizzata altrettanto bene da un organismo nel quale venissero coinvolti i governi (e quindi probabilmente non potrebbe essere attuata dal FMI). Risulterebbe fondamentale la disponibilità di dati completi e aggiornati; la BRI già raccoglie le statistiche dei flussi bancari internazionali, e potrebbe ri-

coprire un ruolo importante come istituzione delegata all'attività di banca centrale mondiale. Alternativamente si potrebbe istituire un nuovo organismo sotto l'egida della BRI o del FMI, o congiuntamente da parte delle banche centrali del Gruppo dei Tre.

Proposta 3. Piano per un dibattito collettivo da parte delle banche internazionali sulle situazioni creditizie dei paesi debitori

Un'ulteriore proposta è che una procedura simile alla precedente dovrebbe essere avviata dai rappresentanti delle principali banche impegnate nel credito internazionale, forse sotto l'egida dell'International Institute of Finance, che affronterebbe lo stesso tipo di questioni (Tabella 4). Sarebbero invitati a partecipare anche i rappresentanti delle autorità di vigilanza di alcuni paesi debitori particolarmente rilevanti.

L'intento consisterebbe nel rendere le banche creditrici più sensibili ai mutamenti delle condizioni rilevanti nella valutazione del merito di credito. La verifica del successo di tale proposta potrebbe risiedere nel fatto che si traduce in un più ampio divario di tassi d'interesse passivi tra i diversi paesi debitori, e in più accentuate e frequenti variazioni mensili al mutare delle condizioni.

Proposta 4. Assistenza internazionale per rafforzare la posizione delle banche nei paesi asiatici colpiti dalla crisi e in Giappone

La proposta non è rivolta a crisi future, ma alla situazione attuale. È motivata dal timore che la condizione di debolezza delle banche nel Sud Est Asiatico e in Giappone potrebbe estendere e aggravare la crisi attuale. Dal punto di vista politico essa potrebbe risultare utile nel favorire l'accettazione delle proposte precedenti.

In questi paesi le banche versano in condizioni difficili per diversi motivi: *a*) hanno mantenuto le proprie riserve in forma di proprietà immobiliari e azioni il cui valore si è deprezzato; *b*) spesso sotto pressioni politiche, hanno concesso prestiti a società che erano poco rischiose e *c*) la recessione ha messo in difficoltà o portato al fallimento anche società solide. Anche molte banche possono fallire o, qualora sopravvivano, dovranno limitare il credito. L'esempio più eclatante di cosa le banche deboli possono provocare in un sistema economico è rappresentato, a mio avviso, dalla Grande Depressione statunitense

del periodo 1929-1933, che ridusse il Pil di un terzo e le dimensioni del sistema bancario quasi nella stessa misura.¹⁹ In Giappone la debolezza delle banche è probabilmente anche il motivo per cui la crescita economica è stata tanto stentata a partire dal 1992. La loro debolezza costituisce oggi un problema mondiale, che rallenterà la ripresa asiatica e a sua volta sarà essa stessa accentuata dalla persistente crisi in Asia.

TABELLA 4

VALUTAZIONE DEL RISCHIO-PAESE: ESEMPIO DI UN QUESTIONARIO ILLUSTRATIVO DEGLI ASPETTI CHE POTREBBERO COSTITUIRE LA BASE PER UNA PROCEDURA DI ESAME²

	Valutazione in centesimi
A. Questioni di fondo (da valutare eventualmente ogni anno)	
1. Infrastruttura finanziaria all'interno del paese	Fino a 20
a. Posizione della banca centrale: è libera, indipendente e dotata di personale adeguato?	
b. Vigilanza bancaria: è libera da influenze politiche e dotata di personale adeguato?	
2. Gestione dell'economia	Fino a 20
a. La politica è diretta a mantenere una crescita sostenuta e ad evitare condizioni speculative e inflazionistiche?	
b. Qual è stata l'efficacia della politica economica negli ultimi 2 o 3 anni?	
c. È probabile che sia efficace nel futuro?	
B. Questioni correnti (da valutare eventualmente con cadenza trimestrale)	
3. Struttura della bilancia dei pagamenti	Fino a 30
a. Disavanzo estero corrente: si tende a un disavanzo ridotto (pari ad esempio al 2% del Pil)? è stato raggiunto? è probabile che verrà raggiunto?	
b. Entità degli afflussi bancari: la politica economica mira a tenerli bassi? tale politica ha successo? È probabile che ne avrà?	
4. Stato attuale del sistema economico riguardo al comportamento speculativo e alle pressioni inflazionistiche	Fino a 30
Sono riscontrabili segnali di comportamento speculativo nei seguenti ambiti?	
a. Mercati finanziari interni e mercati immobiliari.	
b. Investimenti da parte delle società.	
c. Attività di prestito interno da parte delle banche.	
d. Comportamento degli investitori esteri con riferimento all'investimento diretto estero, all'investimento di portafoglio e agli afflussi bancari.	
Questi comportamenti hanno mostrato segni di importanti cambiamenti? o sono possibili cambiamenti improvvisi e inversioni di tendenza?	

² Si vedano le proposte 2 e 3 del testo, pp. 451-54.

¹⁹ Si vedano Friedman e Schwartz (1963), che tuttavia non considerano i fallimenti bancari come la causa di una depressione così accentuata (come invece ritengo sia accaduto).

Quel che occorre è concettualmente semplice, tornerò in seguito sulle difficoltà di tipo politico.

a) Le banche che falliscono dovrebbero essere chiuse, e (per preservare la continuità dei servizi bancari) andrebbero in seguito ricostituite con nuovi amministratori, nuovi azionisti e un nuovo capitale. In caso di semifallimento lo stesso trattamento andrebbe applicato a metà.

b) Poiché è improbabile che si possa disporre di capitale privato, i governi dei paesi coinvolti dovrebbero, in prima istanza, rilevare il nuovo capitale azionario, per rivenderlo in seguito quando le condizioni fossero migliorate. Alla fine le banche saranno nuovamente redditizie, e non vi saranno ragioni di concedere loro finanziamenti.²⁰

c) Poiché nelle condizioni attuali i governi coinvolti non si trovano nella posizione di poter agire sulla scala necessaria, si dovrebbe predisporre una sorta di assistenza internazionale.

Le considerazioni che seguono sono rilevanti per quanto riguarda la forma che tale assistenza potrebbe assumere. Nei paesi in esame le banche dovrebbero conservare il proprio capitale non in forma di azioni o di proprietà immobiliari, ma possibilmente in forma di attività estere. Ciò comporterebbe una pressione sulle bilance dei pagamenti di quei paesi, a meno che tutte le banche appartenenti a un determinato gruppo di paesi si impegnino ad acquistare i titoli emessi dai membri del gruppo. In tal modo potrebbe essere creata, anche sotto il FMI, una nuova organizzazione con funzioni di ombrello, che accoglierebbe i prestiti dai governi dei paesi in crisi e investirebbe i ricavi nelle azioni delle banche rifondate. Potrebbero fornire prestiti anche i governi europei e statunitensi. Nell'arco di 5 o 10 anni le banche ricostituite, tornate redditizie, acquisterebbero strumenti di debito dall'organizzazione da detenere come proprio capitale. In tal modo verrebbero progressivamente ripagati sia l'assistenza internazionale sia il sostegno da parte dei governi asiatici.

²⁰ I governi fornirebbero alle banche un sostegno temporaneo, non permanente. Non sembrano esservi ragioni, pertanto, per imporre politiche fiscali restrittive, come il FMI sta attualmente richiedendo ai paesi del Sud Est Asiatico.

I vantaggi da riconoscere a tale progetto consistono nel fatto che: a) esso potrebbe ripristinare rapidamente la fiducia nei sistemi bancari dei paesi colpiti e b) potrebbe quindi ricostituire anche la fiducia nei confronti delle loro valute. Ciò rimuoverebbe un freno a una rinnovata crescita asiatica e renderebbe più rapida la restituzione degli aiuti internazionali già forniti.

Nessuno si affretterà a riconoscere che l'assistenza internazionale all'Asia, per quanto enorme, non si è dimostrata sufficiente. In autunno, tuttavia, è probabile che risulti evidente²¹ che la crisi è peggiore di quanto si tema, e che il Sud Est Asiatico, compreso il Giappone, è ancora in fase declinante. Se pertanto era necessaria una maggiore assistenza (comunque temporanea), potrebbe essere preferibile (come si è suggerito in questa sede) dedicarsi questa volta al risanamento dei sistemi bancari, senza imporre condizioni particolari ma richiedendo garanzie commerciali. Se d'altro canto sembrasse probabile che la ripresa fosse iniziata, e che si potesse cominciare a ripagare l'assistenza internazionale, varrebbe la pena di dirottare parte di tali rimborsi al rafforzamento dei sistemi bancari asiatici danneggiati.

Altri possibili benefici futuri per il sistema internazionale

Attualmente il mondo è destinato a essere dominato da tre grandi aree valutarie: degli Stati Uniti, del Giappone e dell'Europa, i cui sistemi economici sono semichiusi e le cui politiche monetarie sono quindi necessariamente dominate dalle questioni interne.²² Giudicando sulla base delle esperienze statunitense e giapponese, è probabile che i loro tassi di cambio fluttueranno ampiamente (ad esempio entro un margine del 20%) in entrambe le direzioni rispetto a quello che si può identificare come un tasso di equilibrio e che rimarranno in disordine per anni di seguito.²³

²¹ Come in effetti è stato dimostrato.

²² Il sistema di Bretton Woods crollò non solo a causa dell'accresciuta scala dei movimenti internazionali di fondi, ma anche perché gli Stati Uniti, essendo un'economia semichiusa, non erano pronti a modificare la politica interna per motivi di bilancia dei pagamenti (si veda Volcker e Gyohten 1992, pp. 62 e 104). Per il dollaro - e il mondo - i tassi flessibili rappresentavano dunque l'unica soluzione.

²³ Bergston (1998, p. 36) sottolinea tale probabilità, ma non ne accetta la quasi inevitabilità (che io sostengo), e spera che possa essere trattata a parte.

Occorre sperare che i tre grandi blocchi valutari cercheranno strade per consultarsi e per moderare le fluttuazioni dei tassi di cambio tra le loro valute. È improbabile tuttavia che essi si trovino nella posizione per poter fare molto, a meno di riuscire a sincronizzare le fluttuazioni nelle rispettive economie reali. Nel lungo periodo ciò non sarebbe impossibile, e l'aiuto internazionale nella ricapitalizzazione dei sistemi bancari asiatici potrebbe rappresentare un passo in questa direzione.

BIBLIOGRAFIA

- AGOSIN, M.R. e R. FFRENCH-DAVIS (1996), "Managing capital inflows in Latin America" in M. ul Haq, I. Kaul and I. Grunberg eds.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1998), *International Banking and Financial Market Developments*, Basle, February.
- BERGSTON, C.F. (1998), *Weak Dollar, Strong Euro? The International Impact of EMU*, Centre for European Reform, London.
- CHOTE, R. ed. (1998), *Financial Crisis and Asia*, Centre for Economic Policy Research, London.
- DAVIDSON, P. (1997), "Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?", *Economic Journal*, vol. 107, no. 442, pp. 671-86.
- EICHENGREEN, B. (1996), "The Tobin tax: what have we learned?", in M. ul Haq, I. Kaul and I. Grunberg eds.
- ENOCH, G. e J.H. GREEN (1997), *Banking Soundness and Monetary Policy: Issues and Experiences in the Global Economy*, IMF, Washington.
- FELDSTEIN, M. (1998a), "Refocussing the IMF", *Foreign Affairs*, March/April.
- FELDSTEIN, M. (1998b), "Trying to do too much", *Financial Times*, 5 March.
- FFRENCH DAVIS, R. (1998), "Policy implications of the Tequila Effect", *Challenge*, March-April.
- FISCHER, S. (1998a), *The Asian Crisis: a View from the IMF*, 22 January.
- FISCHER, S. (1998b), "The IMF and the Asian crisis", Forum Funds Lecture at UCLA, 20 March.
- FITCH-IBCA (1998), *Sovereign Comment: "After Asia - some lessons of the crisis"*, January 13.
- FRIEDMAN, M. e A. SCHWARTZ (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- GODLEY, W. (1996), "Money, finance and national income determination: an integrated approach", *Jerome Levy Institute Working Paper*, no. 167.
- GOLDBERG, M.D. e R. FRYDMAN (1996), "Imperfect knowledge and behaviour in the foreign exchange market", *Economic Journal*, vol. 106, no. 437, pp. 869-93.

- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1997), *World Economic Outlook: Interim Assessment*, Washington, December.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1998), *IMF Survey*, Seminar on Capital Account Liberalisation: summary, March 23.
- JERVIS, R. (1997), *System Effects*, Princeton University Press, Princeton.
- MILLER, M. e P. LUANGARAM (1998), "Financial crisis in East Asia: bank runs, asset bubbles and antidotes", *National Institute Economic Review*, no. 165, pp. 66-82.
- RADELET, S. e J. SACHS (1998), "The East Asia financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1-74.
- SAYERS, R.S. (1976), *The Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press, Cambridge.
- SMITHIN, J. (1994), *Controversies in Monetary Economics*, Edward Elgar, Aldershot.
- SOROS, G. (1997), "Avoiding a breakdown: Asia's crisis demands a rethink of international regulation", *Financial Times*, December 31.
- STIGLITZ, J.E. (1998), "Boats, planes and capital flows", *Financial Times*, March 25.
- TAN K.Y. (1995), "Global trends and economic predictions for the Asia-Pacific region" in K.H. Oppenländer and G. Poser eds (1996), *Business Cycle Surveys: Forecasting Issues and Methodological Aspects*, Avebury, Aldershot.
- TOBIN, J. (1978), "A proposal for international monetary reform", *Eastern Economic Journal*, vol. 3. part. 3-4, pp. 153-59.
- UL HAQ M., I. KAUL e I. GRUNBERG eds (1996), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, New York and Oxford.
- VOLCKER, P.A. e T. GYOHTEN (1992), *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership*, Times Books, New York.
- WOLFENSON, J. (1998), reported in *Financial Times*, 17 April.