

## Commento

MARIO ARCELLI

La crisi asiatica e l'effetto domino sui mercati hanno reso palesi alcune conseguenze della globalizzazione dei mercati; certamente hanno reso espliciti gli aspetti più appariscenti e più negativi, mentre hanno fatto passare in secondo piano il contributo a un'efficiente allocazione delle risorse e alla crescita che in tempi normali la finanza esercita sull'economia.

Ma come si sono formati tali collegamenti a livello mondiale? La relazione di Lamfalussy dà una risposta a tali quesiti: deregolamentazione dei mercati finanziari, libertà di movimento internazionale dei capitali, tecnologia informatica e innovazione finanziaria sono i quattro macrofenomeni più rilevanti che spiegano la globalizzazione dei mercati finanziari. Sono le stesse cause che ho avuto occasione di illustrare nell'aprile 1997 in una Conferenza all'Accademia dei Lincei e su cui ritorno solo per sottolineare la crescita straordinaria dei derivati finanziari. Secondo la BRI l'ammontare complessivo nozionale di tutti i tipi di contratto dei derivati "over the counter" in essere nel 1995 sarebbe stato pari a circa 41 mila miliardi di dollari al netto delle duplicazioni. Il fenomeno dei derivati è ritenuto da taluni studiosi uno degli snodi essenziali del propagarsi delle più gravi crisi finanziarie dell'ultimo decennio.

Tali fenomeni non solo rendono più tenui i confini tra i diversi tipi di intermediari finanziari, ma anche hanno oscurato la distinzione tra moneta in senso stretto e altre attività, in virtù dell'accresciuta liquidità conferita ai diversi strumenti finanziari.

Mutano quindi anche i canali di trasmissione della politica monetaria: il canale creditizio viene ridimensionato, mentre il canale dei cambi assume un ruolo più rilevante, ma soprattutto sembra subire grosse trasformazioni il canale tradizionale fondato sulla fissazione di obiettivi intermedi in termini di aggregati monetari.

---

□ LUISS-Guido Carli, Roma.

Vi è chi dubita che sia ancora possibile perseguire una politica monetaria centrata su tale strategia, sia perché gli obiettivi intermedi non sono più agevolmente controllabili dalle banche centrali, sia perché non è più stabile la relazione tra obiettivi intermedi e obiettivi finali.

Se l'instabilità della relazione sia dovuta all'operare della cosiddetta Legge di Goodhart, secondo la quale (in analogia alla critica di Lucas ai modelli econometrici) qualsiasi uniformità statistica viene invalidata ogni volta che si eserciti una pressione su di essa a fini di controllo dell'obiettivo finale, oppure se l'instabilità dipenda da fattori esogeni e da rapidi aggiustamenti dei portafogli degli operatori resi possibili dalle innovazioni, poco importa.

Resta il fatto che le autorità monetarie vedono progressivamente dissolversi il loro quadro di controllo. Vi è chi afferma che si dovrebbe passare a un obiettivo d'inflazione che secondo Lamfalussy, al di là delle differenze da manuale, non sarebbe tuttavia una svolta rivoluzionaria.

Nonostante tale autorevole opinione, in un'estrema difesa del cosiddetto monetarismo pragmatico, come lo definisce Issing, le autorità monetarie tedesche negano che la Legge di Goodhart valga per la Germania e sostengono che la relazione tra aggregati monetari e prezzi rimane valida nel medio periodo.

La Bundesbank riconosce che nel breve periodo l'aggregato monetario scelto come obiettivo intermedio (M3) possa avere ampie oscillazioni (si veda il Bollettino della Bundesbank dell'agosto 1996) a causa di shock internazionali o di improvvisi mutamenti di aspettative, ma ciò non inficierebbe necessariamente il rapporto di medio termine tra M3 e la stabilità dei prezzi e non richiederebbe pertanto correzioni di breve periodo della politica monetaria.

Lamfalussy nella sua relazione dà la seguente interpretazione a favore del comportamento di quelle autorità monetarie che, nonostante tutto, continuano a fare annunci di sentieri entro cui dovrebbero muoversi gli aggregati monetari, scelti come obiettivi intermedi. Gli annunci quantitativi sono segnali, facilmente comprensibili da parte degli operatori, dell'orientamento della politica monetaria. A essi, tuttavia, dovrebbero corrispondere impegni della banca centrale di spiegare pubblicamente *ex post* (nelle sedi previste) il suo comportamento: cioè di chiarire perché essa abbia o meno proceduto a interventi correttivi nel caso si siano verificati scostamenti degli aggregati

monetari dagli obiettivi intermedi prefissati. L'obbligo di trasparenza frenerebbe gli eventuali interventi discrezionali della banca centrale e confermerebbe l'indicazione di un obiettivo quantitativo, pur nell'impossibilità di identificare a priori l'esatta dimensione dell'offerta di moneta, e il ruolo che quest'ultima riveste nei processi inflazionistici.

Occorre essere consapevoli che nel tradizionale confronto "regole *versus* discrezionalità" i monetaristi ritenevano pienamente controllabile la quantità di moneta e affermavano la superiorità di una regola fissa di crescita della moneta rispetto a interventi discrezionali. Essi effettuavano correzioni degli obiettivi intermedi solo nel caso di scostamenti ampiamente verificati degli obiettivi finali dai valori prefissati, non dovuti a puri sfasamenti temporali. Oggi il confronto regole-discrezionalità ha confini meno precisi; la giustificazione per non correggere è mutata. La strategia di medio termine non viene più spiegata solo con l'esigenza di dare certezze agli operatori, evitando di destabilizzare le aspettative con politiche monetarie oscillanti, ma anche rilevando che solo nel medio periodo si realizza una certa stabilità tra obiettivi intermedi e obiettivi finali (cioè tra crescita di M3 e stabilità del tasso d'inflazione), mentre la controllabilità dell'aggregato e la stabilità della relazione non sussisterebbero nel breve periodo.

Vi è qui il dubbio che un bravo econometrico, attraverso un'opportuna periodizzazione e scelta dei dati, possa quasi sempre dimostrare una certa stabilità della relazione.

Le cose si complicano ulteriormente (come lo stesso Greenspan ha dichiarato in un recente intervento a Stanford) perché diviene sempre più difficile misurare il tasso d'inflazione a causa di variazioni qualitative dei beni e di frequenti variazioni nel paniere della spesa del consumatore, e inoltre perché vi sono almeno due indici dei prezzi che dovrebbero essere presi in considerazione: quello dei beni e servizi e quello delle attività finanziarie. Quest'ultimo indice è quello che viene maggiormente affetto dalla globalizzazione dei mercati e può venire distorto da bolle speculative che ne alterano il suo significato di indicatore.

La politica monetaria ha in tal caso il compito di ricondurre i mercati verso valutazioni più realistiche, oltre a quello di perseguire la stabilità del valore della moneta.

Lamfalussy osserva infatti che quando l'indice dei prezzi al consumo è praticamente stabile, mentre si verifica un forte boom nei

mercati finanziari, sorge il quesito se la politica monetaria non sia troppo permissiva. Non è semplice definire l'impatto futuro delle variazioni dei corsi delle attività finanziarie sull'indice dei prezzi dei beni e servizi, soprattutto se le bolle speculative sono alimentate da impulsi finanziari esteri, ma le conseguenze possono essere rilevanti sull'economia reale, come dimostrato dal crollo delle borse nel 1987, dallo sgonfiamento di bolle speculative sugli immobili in Giappone e oggi dalla crisi asiatica, di cui è ancora prematuro valutare gli effetti.

Se entrambi gli indici dei prezzi al consumo e delle attività finanziarie muovono nella stessa direzione, la politica monetaria fondata su obiettivi intermedi di aggregati monetari o basata su obiettivi operativi costituiti ad esempio dal tasso nominale di interesse a breve, come accade attualmente negli USA, trova una sua linea chiaramente comprensibile; altrimenti gli interventi andrebbero accuratamente spiegati. Dato il peso delle aspettative, spesso l'opinione del banchiere centrale sull'andamento dei mercati finanziari (ciò che un tempo veniva considerato un comportamento totalmente non ortodosso) acquista un peso talvolta maggiore di una vera e propria manovra monetaria. Qui il dubbio è che il passaggio da un'economia reale a un'economia finanziarizzata lasci presto lo spazio a una politica economica e a un'economia quasi virtuale, data la velocità di elaborazione delle informazioni e la reattività dei mercati.

La spiegazione del perché si compiano o non si compiano correzioni rispetto alle deviazioni dagli obiettivi di politica monetaria rafforza la responsabilità dei comportamenti delle banche centrali. Ma vi è un ulteriore controllo esercitato dai mercati finanziari internazionali. In seguito alla globalizzazione è enormemente cresciuto il peso dell'opinione dei mercati nel giudizio della politica monetaria. Inoltre il controllo viene esteso all'intera politica economica degli stati. E qui possono sorgere reazioni contrastanti rispetto al semplice giudizio sulla politica monetaria.

Se quello che conta in un'ottica di medio termine, ai fini di una crescita stabile e sostenibile, non è solo la politica monetaria ma l'intera politica economica, si comprendono le reazioni dei mercati che possono diventare sfavorevoli pur in presenza di una politica monetaria rigorosa. Essi individuano incoerenze ed errori di politica economica destinati comunque a esplodere successivamente; ma essi stessi possono generare disallineamenti dei cambi rispetto ai fondamentali, assai difficili da contrastare anche per la dimensione dei flussi che pos-

sono attivare. Il fatto che le decisioni di investimento finanziario siano sempre più concentrate in pochi grandi investitori istituzionali che si muovono nello stesso senso e che rivedono in tempi rapidissimi le loro scelte moltiplica la volatilità dei mercati, i rischi e l'incertezza delle decisioni di investimento a livello microeconomico.

La telematica ha rafforzato la sovranità dei mercati e ne ha dilatato le dimensioni. Come per tutte le procedure di voto ci si può chiedere se le regole siano razionali, se non trascurino elementi essenziali di valutazione e se corrispondano alle esigenze di stabilità e di crescita delle economie. Il giudizio sul comportamento dei mercati è complesso e rimane aperto. Economisti e operatori concordano sulla necessità di avere una politica economica credibile per contrastare i bruschi mutamenti nelle quotazioni dei titoli e dei cambi, che possono innescare riflessi negativi sull'economia reale. Le banche centrali stanno correndo ai ripari con azioni coordinate, non solo attraverso un'accresciuta vigilanza sui fenomeni. Vi è il desiderio di porre delle regole. Ma non si può pensare a ritorni al passato; non si possono trascurare le reazioni dei mercati ed eludere la sfida: le opportunità da utilizzare superano ampiamente i costi e le difficoltà della transizione verso il futuro.