

## Commento

GUILLERMO DE LA DEHESA ROMERO

Sono d'accordo con la maggior parte delle osservazioni presentate da Alexandre Lamfalussy nel suo acuto intervento, e non posso che trovarmi in sintonia con il suo ragionamento principale, cioè che la globalizzazione renderà ancora più stretti i vincoli che pesano sulle politiche monetarie nazionali, indipendentemente dal meccanismo di ancoraggio utilizzato dalle banche centrali. Permettetemi tuttavia, ai fini della discussione, di indicare alcuni punti di differenza.

In primo luogo, consentitemi di chiarire le mie opinioni sulla globalizzazione facendo qualche osservazione preliminare.

La globalizzazione finanziaria offre grandi vantaggi all'economia internazionale. L'allocazione di risparmi e investimenti avviene in modo più efficiente, aumentando la produttività del capitale. Il rischio viene diversificato e quindi, per definizione, ridotto, dato che gli investitori possono diversificare maggiormente i propri portafogli. I mutuatari ottengono finanziamenti meno onerosi e gli investitori diversificano i propri rischi, con potenziali vantaggi per entrambi.

La globalizzazione finanziaria è tuttavia lungi dall'essere completata. Vi sono tre elementi fondamentali da verificare, per vedere se la globalizzazione nel mercato dei capitali e nel mercato monetario è stata completata o no: il primo elemento è la tendenza dei paesi con elevata dotazione di capitale a presentare forti avanzi in termini di partite correnti, e la tendenza dei paesi con bassa dotazione di capitale a presentare forti disavanzi sempre in termini di partite correnti. Ma ciò non si è ancora avverato, nonostante una notevole riduzione delle restrizioni ai movimenti di capitale. I paesi OCSE hanno in media presentato avanzi pari al 2,5% circa del Pil. Un secondo elemento è quello degli indici della "mobilità del capitale", più elevati all'inizio di questo secolo di quanto lo siano oggi. Il terzo elemento è che i tassi

---

□ Goldman Sachs Europe, Madrid (Spagna).

d'interesse reali non sono uguali tra i paesi OCSE. Sebbene il livellamento dei tassi d'interesse coperti dal rischio di cambio sia aumentato in modo significativo, gli investitori non considerano le attività finanziarie nei paesi OCSE come perfetti sostituti, né i tassi di cambio tendono a essere equivalenti ai tassi d'inflazione attesi tra le economie OCSE.

Infine, gli effetti della globalizzazione della politica economica si ripercuotono sul potere relativo della politica fiscale e monetaria, ma non in modo così significativo sulla loro efficacia in termini assoluti. Tutto dipende dalla scelta del tasso di cambio. Se il tasso di cambio è fisso, la politica fiscale diventa, come strumento di aggiustamento, più efficace della politica monetaria, mentre se il tasso di cambio è libero di fluttuare, la situazione s'inverte. La crisi asiatica attuale mostra chiaramente che non basta fissare il tasso di cambio per ottenere stabilità; se nel fissare il tasso di cambio non si considera anche un aggiustamento di tipo fiscale, dato che la politica fiscale è più efficace di quella monetaria, che è volta esclusivamente al mantenimento del tasso di cambio fisso, il tasso di cambio reale si rivaluterà e il disavanzo di partite correnti diverrà alla fine insostenibile.

Lamfalussy sottolinea quattro sfide lanciate dalla globalizzazione alla politica monetaria. La prima riguarda l'assunzione di obiettivi per l'offerta di moneta, dato che la globalizzazione influenza la possibilità di controllare l'offerta di moneta e la relazione tra offerta di moneta e prezzi. Personalmente ritengo che, già prima della globalizzazione, l'innovazione finanziaria nei mercati nazionali avesse iniziato a minare il ruolo di ancore nominali rivestito dagli aggregati monetari quantitativi. Lamfalussy offre due spiegazioni del perché sia più vantaggioso stabilire obiettivi per la moneta piuttosto che in termini d'inflazione. Il primo motivo è che in tale modo viene dato un segnale più chiaro ai mercati sull'orientamento della politica monetaria. Il secondo è che ciò obbliga le banche centrali, per mantenere la loro credibilità, a chiarire il motivo per cui l'offerta di moneta si è allontanata dall'obiettivo prestabilito. Tuttavia, a mio parere, anche l'assunzione di obiettivi d'inflazione dà ai mercati un segnale chiaro e numericamente definito. La trasparenza e la responsabilità delle banche centrali sono notevolmente aumentate, non tanto con la globalizzazione, quanto con la loro indipendenza, qualunque sia l'obiettivo utilizzato. In realtà, le banche centrali che elaborano obiettivi d'inflazione sono almeno altrettanto, se non più, trasparenti di quelle che stabiliscono obiettivi per l'offerta di moneta.

Sono d'accordo con Lamfalussy sul fatto che il ruolo dell'offerta di moneta nel processo inflazionistico continuerà a essere riconosciuto forse più come indicatore che come obiettivo, ma la differenza non è solo semantica; vi sono altri indicatori, che sono utilizzati indifferentemente dal modo in cui si scelgono gli obiettivi, che non vengono considerati essi stessi obiettivi.

La seconda sfida lanciata dalla globalizzazione riguarda la stabilità dei prezzi. Secondo Lamfalussy, le bolle speculative riguardanti i prezzi delle attività tendono ad aumentare con la globalizzazione, e ciò risulta ancora più vero quando tali fenomeni speculativi hanno origine all'estero, tramite un processo di aspettative o come risultato di un aumento dei flussi di capitale. In linea di principio, non ho nulla da obiettare, ma la globalizzazione, mediante una maggiore integrazione del capitale e una più elevata concorrenza nei beni e nei servizi, tende a livellare i prezzi di beni e servizi oggetto di commercio internazionale e i tassi di rendimento dei mercati finanziari che sono considerati come perfetti sostituti. Allo stesso tempo, tuttavia, i prezzi della maggior parte dei beni non effetto di commercio internazionale, così come le bolle speculative sui prezzi degli immobili e sulle quotazioni azionarie, tendono a presentare una maggiore e più importante componente nazionale. I fattori principali alla base di bolle speculative sui prezzi delle attività sono politiche fiscali o salariali eccessive a livello nazionale. Quindi i mercati globali dei capitali dovrebbero rendersi conto di tali distorsioni interne prima di allocare una forte percentuale del proprio portafoglio a paesi che si trovano in tale situazione. L'attuale crisi asiatica è un esempio illuminante di tali bolle speculative di origine interna riguardanti le attività, che vengono dilatate da afflussi di capitale.

La terza sfida della globalizzazione per la politica monetaria è rappresentata da una maggiore tendenza a squilibri tra i tassi di cambio reali, tali da imporre alla politica monetaria un maggiore impegno nel realizzare gli aggiustamenti necessari. Secondo Lamfalussy, alcune delle caratteristiche principali della globalizzazione finanziaria in atto sono il generarsi, tra i tassi di cambio, di squilibri più ampi e duraturi tramite uno sviluppo massiccio di attività di *trading*, la crescente dipendenza delle banche da fonti di reddito diverse dai differenziali dei tassi d'interesse e una forte tendenza al breve termine nella gestione finanziaria. Questi fattori, e in questo sono d'accordo con Lamfalussy, aiutano ad accrescere gli squilibri tra i tassi di cambio reali, ma è mol-

to difficile spiegare un qualsiasi disequilibrio tra i tassi di cambio reali se alla sua origine non vi è un vero e proprio "shock reale" che produca o tendenze divergenti nella produttività di lungo periodo o uno sfasamento nei cicli economici. La mobilità del capitale è un elemento che accresce il disequilibrio, ma all'origine vi è sempre uno shock reale che può essere importato, come nel caso delle due crisi petrolifere, o che può avere un'origine interna, come per lo shock causato dall'unificazione tedesca.

Teoricamente, con il procedere dell'integrazione dei mercati dei capitali, i tassi di cambio dovrebbero tendere maggiormente a livellare i differenziali presunti d'inflazione tra i paesi e i tassi d'interesse reali; quindi la globalizzazione dovrebbe abbreviare, e non allungare, la fase di squilibrio.

La quarta sfida è rappresentata dalla tendenza, provocata dalla globalizzazione, a una maggiore fragilità sistemica dei mercati finanziari. Lamfalussy riconosce che la globalizzazione, sebbene sia fonte d'instabilità e aiuti a propagare crisi locali e settoriali, spesso contiene in se stessa antidoti a tali shock. Come ho detto all'inizio del mio intervento, la globalizzazione dovrebbe, in linea di principio, tendere a minimizzare i rischi insiti nel sistema, mediante una più ampia diversificazione del rischio e un'allocazione più efficiente dei risparmi.

Tuttavia, la realtà dimostra che molte istituzioni finanziarie e monetarie non sono pronte ad affrontare la globalizzazione. La maggiore minaccia per la fragilità del sistema non viene dall'aumento della mobilità del capitale, ma dalla grande disomogeneità degli operatori presenti sul mercato. Nel mercato finanziario globale vi sono molti nuovi venuti che sono scarsamente regolamentati e vigilati, o che non sono soggetti ad alcuna vigilanza. La responsabilità di tale situazione è da imputare alle banche centrali e ai governi. Molto spesso le autorità finanziarie non applicano la regolamentazione e la vigilanza necessarie, aumentando il rischio all'interno del sistema. Perciò le banche centrali dovrebbero perseguire non solo la stabilità monetaria, ma anche quella finanziaria, dato che entrambe oggi sono così interdipendenti tra loro da rendere impossibile l'esistenza della prima senza la seconda. Di nuovo l'attuale crisi asiatica è rappresentativa di questo principio basilare.

Vorrei, in conclusione, incoraggiare Lamfalussy a sviluppare ulteriormente le sue idee preliminari, data l'importanza dei problemi monetari e finanziari in un mondo globalizzato.