

## Globalizzazione, stabilità e mercati finanziari

PAUL A. VOLCKER

Le celebrazioni dei cinquantenari sono eventi rari e richiedono una lunga preparazione. Visti gli avvenimenti delle ultime settimane, devo congratularmi con Mario Sarcinelli per la sua straordinaria previdenza nello stabilire un programma che si concentrasse sulla globalizzazione dei mercati e sulle sue conseguenze per la stabilità finanziaria.

Ritengo che la turbolenza nell'est asiatico, i suoi effetti contagiosi sui mercati finanziari di altre economie emergenti, e perfino sui principali mercati azionari mondiali, e il ritorno dell'instabilità nei tassi di cambio siano la spia di alcuni disordini in paradiso, dove per paradiso intendo una realtà nella quale il capitale è libero di circolare in tutto il mondo, come mai in passato, in quantità e con una velocità senza precedenti.

Nel richiamare l'attenzione su tali problemi non vorrei essere frainteso. In molti paesi in via di sviluppo operano potenti forze a sostegno della crescita, e ciò vale certamente per l'est asiatico, dove si sono concentrate le recenti pressioni finanziarie. Nell'attivazione di tali forze un fattore importante è stato rappresentato dai progressi nella liberalizzazione del commercio. Sul piano concettuale il processo di crescita dovrebbe essere enormemente rafforzato dai flussi internazionali di capitale, e di tale fenomeno è possibile trovare esempi specifici nel mondo reale.

Tuttavia sarebbe ingenuamente ottimistico pensare che tutto proceda per il meglio, che i recenti disturbi siano semplicemente un segnale sul nostro schermo radar transitorio e senza conseguenze sistemiche, e che la crescita rapida non sia in discussione.

Per molto tempo, anche tra i paesi grandi e forti, si è osservato che i tassi di cambio sono soggetti ad ampie oscillazioni anche in as-

---

□ New York (USA).

senza di perturbazioni economiche di rilievo. Oggi i tassi di cambio più importanti sono certamente quelli dollaro/marco e dollaro/yen. Nei tre paesi in esame si è mantenuto per molti anni un elevato grado di stabilità dei prezzi; tuttavia, contrariamente alle aspettative della maggior parte degli economisti e dell'ortodossia presentata nei manuali, quei tassi di cambio hanno continuato a oscillare violentemente, a volte del 50 per cento o più nell'arco di uno o due anni.

È trascorsa un'intera generazione da quando la flessibilità dei tassi di cambio tra le principali valute è divenuta la norma, e mi capita ancora di ascoltare, tra gli economisti, lo stesso dolente gemito dei più accesi tifosi americani quando la loro squadra di baseball viene sconfitta: «Vedrete il prossimo anno»; i tassi di cambio si stabilizzeranno! Ma proprio come nel caso della mia squadra preferita, il prossimo anno sembra non arrivare mai. I mercati continuano a essere instabili in un modo che semplicemente non può essere compatibile con i calcoli accurati di vantaggio comparativo, decisioni ottime d'investimento ed efficienza di mercato.

Mi rendo conto che una risposta a tutto ciò è che altre priorità politiche sono più importanti dei tassi di cambio stabili. In particolare non si dovrebbe sacrificare la stabilità interna. Quel che tale idea trascura sono i legami, alcuni evidenti, altri meno percettibili, che traducono l'instabilità esterna in problemi interni. Si consideri ad esempio il forte apprezzamento dello yen di circa tre anni fa. Si trattava chiaramente di un freno alla crescita e all'investimento interni in un periodo nel quale l'economia già era debole. Inoltre esso ha favorito un'ondata di investimenti all'estero, ad esempio in Thailandia, che rifletteva lo sforzo, da parte delle aziende giapponesi, di ridurre i costi di produzione. Ora che il tasso di cambio con lo yen ha invertito decisamente tale tendenza, cresce il timore che l'industria giapponese sia troppo competitiva nei mercati esteri, anche se l'economia interna zoppica.

Si sa da tempo che la volatilità del tasso di cambio tra le principali valute comporta problemi di difficile soluzione per le economie più piccole, emergenti. Come possono risolverli? Stabilizzare la propria valuta nei confronti di una delle valute più importanti (o nei confronti di un paniere di queste) renderebbe tali economie vulnerabili di fronte a forti variazioni della competitività nei mercati d'esportazione, sui quali non possono esercitare alcun controllo. La scelta opposta, la piena flessibilità, è per i paesi piccoli di difficile realizzazione.

Mercati valutari modesti, istituzioni finanziarie relativamente sottosviluppate e vulnerabili, e un caratteristico andamento irregolare dell'inflazione fanno sì che la flessibilità porti sempre e inevitabilmente a un alto grado di instabilità, e in questo tipo di paesi nessuno può pretendere che i prezzi e la produzione interni siano salvaguardati dagli shock sui tassi di cambio.

In tali circostanze non dovrebbe sorprendere che vi sia varietà di esperimenti sui regimi di tassi di cambio e che anche la dottrina del FMI sembri cambiare nel tempo.

Dopo ogni episodio di instabilità estrema si fa strada la comprensibile tendenza a individuare qualche causa specifica: la politica fiscale è troppo dissoluta, le banche sono sottocapitalizzate, vi è troppa corruzione e troppa poca trasparenza, i saggi consigli del FMI sono stati ignorati o forse non sono stati neppure formulati; più in generale, gli obiettivi politici hanno intralciato una sana politica economica. Certamente in tali giudizi vi è del vero.

Allo stesso tempo va riconosciuto che nessun governo – nemmeno nelle democrazie più solide e sofisticate, nemmeno nella vostra o nella mia – riuscirà a mantenere anno per anno un'adeguata disciplina di bilancio, a impedire *impasse* politici e a evitare giudizi sbagliati sulla politica economica. Se una ragionevole stabilità delle politiche relative ai cambi mondiali e alla finanza deve fondarsi necessariamente su misure immuni da errori, un alto grado d'instabilità diventa inevitabile.

Anche al di là di tali esigenze, mi rendo conto che nei mercati globali liberi si possono osservare altre forze, di natura sistemica, che tendono a generare dannose crisi finanziarie ricorrenti, alle quali risultano particolarmente vulnerabili le economie emergenti più piccole.

L'aspetto ironico della questione è che sono a rischio proprio le nazioni emergenti cui sono stati riconosciuti i maggiori progressi nell'adozione delle politiche ortodosse.

Si considerino quei paesi che sono riusciti ad aprire i mercati, a domare l'inflazione, a ripristinare una parvenza di disciplina di bilancio e a procedere con le privatizzazioni. Essi diventano un polo di attrazione per il capitale straniero. Nella misura in cui quel capitale assume la forma di investimento diretto, vi è la concreta possibilità che ciò comporti miglioramento nella produttività, tecnologia necessaria e competitività delle esportazioni. Tuttavia, quel che forse giungerà più rapidamente e in maggior volume è il capitale di portafoglio.

Oggi un volume enorme di capitale di portafoglio è pronto a muoversi per i mercati mondiali alla ricerca quasi disperata di mantenere il tipo di rendimenti a doppia cifra tipico, per un decennio, dei mercati azionari mondiali. Uno spostamento del flusso di tali capitali - marginale dal punto di vista delle istituzioni che controllano centinaia di miliardi di dollari - può sopraffare con rapidità anche la capacità di assorbimento dei paesi dal comportamento più responsabile. Sommersa da un afflusso di capitali, come può un'economia emergente evitare una spinta inflazionistica, o un apprezzamento della valuta, o entrambi? il consumo non tenderà a crescere anche più velocemente della produzione? la pressione della pronta disponibilità di capitale non eroderà quasi inevitabilmente gli standard di credito? in tali circostanze, come si può impedire un boom dell'edilizia e dei beni immobili?

Fatto ancora più significativo, il conto corrente incorrerà in un deficit. In presenza di una solida fiducia, anche un ampio deficit può essere sostenuto per anni. Si pensi al Messico dell'era Salinas, o alla Repubblica Ceca che ha perseguito con fervore quasi religioso la più ortodossa delle politiche capitalistiche. Si pensi anche alla Thailandia, che fino a quest'anno era considerata tra i miracoli economici asiatici.

Prima o poi alcuni eventi scatenano un'inversione nelle opinioni. Il capitale smette di affluire, il tasso di cambio crolla, si ripresenta la minaccia dell'inflazione, i tassi d'interesse schizzano verso l'alto e le istituzioni finanziarie immature subiscono una pesante pressione.

Per contenere le difficoltà finanziarie si discutono e si predispongono pacchetti di misure di salvataggio. Nonostante tali aiuti, le prospettive per una crescita sostenuta vengono messe in discussione anche nei paesi dalle prospettive più concrete. Inoltre le tensioni finanziarie sono contagiose, poiché gli investitori cominciano a dubitare delle assunzioni precedenti.

A questo punto mi si potrebbe replicare che ho semplificato i fatti al punto di farne una caricatura. Ma anche una semplice vignetta può cogliere l'essenza della realtà. Ritengo che nei nostri mercati finanziari globali si possano in effetti riscontrare i tratti di un modello ripetitivo. Se tale modello prevede solo grandi guadagni e grandi perdite tra i capitalisti finanziari disposti ad assorbire il rischio e in grado di farlo, forse non è necessario che tale fenomeno sia al centro delle nostre preoccupazioni politiche. Ma se l'effetto netto consiste nello spazzare via una parte rilevante dei vantaggi pratici del libero flusso dei capitali, allora abbiamo motivo di occuparcene.

Al di là di quella appena vista, si profila una questione più ampia: non dico un fatto, ma una questione sì.

Alla base di tutti i progressi compiuti nell'eliminare i controlli sui cambi, nell'incoraggiare liberi flussi di capitale su scala internazionale e nello sviluppare l'apparato della finanza moderna, comprese le arcane tecniche di gestione del rischio e della copertura, vi è un fondamento logico che consiste nel favorire una crescita più rapida e sostenuta. La posta in gioco è molto alta, e le puntate non hanno natura esclusivamente economica.

I concetti di norma di legge, corruzione ridotta e opportunità per la libertà individuale vengono giustamente associati al funzionamento di mercati perfettamente concorrenziali.

Se (e sulla base dell'esperienza recente si tratta di una possibilità che non si può del tutto respingere) le economie emergenti incontrano difficoltà nel sostenere una crescita rapida - diciamo compatibile con quella sostenuta per decenni da Giappone, Corea e da alcuni paesi latino-americani prima che si liberalizzassero i mercati finanziari mondiali e la moneta circolasse tanto liberamente -, allora sorgono nuove questioni intorno all'ammissibilità di mercati internazionali dei capitali liberi e aperti.

Non posso dare risposte semplici a questa sfida. Di certo, in questi giorni di cyberspazio, comunicazione e facilità di viaggio sempre più rapide e meno costose, non è possibile controllare a lungo in modo esauriente ed efficace i movimenti di capitali, anche se tale linea d'azione fosse concettualmente attraente, e di fatto non lo è. Ma ciò non significa necessariamente che si debbano condannare quei paesi che intraprendono ragionevoli misure amministrative per rallentare gli afflussi di capitali quando questi mettono a dura prova la loro capacità di assorbimento. Né sono convinto che le invocazioni così popolari di maggiore trasparenza, disciplina di bilancio e indipendenza delle banche centrali possano fornire qualcosa di simile a una risposta soddisfacente, indipendentemente da quanto siano meritevoli in sé tali prescrizioni. Il punto è che anche la migliore delle intenzioni e delle politiche può essere vanificata da un'eccessiva instabilità dei mercati della moneta e dei cambi.

In circostanze specifiche può essere di valido aiuto un'assistenza finanziaria di emergenza, che sia gestita dal FMI, dagli Stati Uniti o dai partner regionali. Ciò è vero in particolare se tale assistenza aiuta un paese a superare la resistenza politica che si frappone alle misure

richieste. La difficoltà nasce dal fatto che sembriamo trascinati in circostanze nelle quali simili missioni di soccorso internazionale – che inevitabilmente salvano prestatori imprudenti e mutuatari imprevedenti – diventano sempre più frequenti e ampie. È una tendenza né sostenibile né tollerabile nel tempo. Emergono con nuova forza vecchi problemi di *moral hazard*, ovvero possibilità che la protezione nei confronti del rischio incoraggi proprio le azioni più rischiose in grado di condurre alla crisi.

Ebbene, un conto è analizzare e mettere in guardia, un altro è proporre vie d'uscita al dilemma. Il fatto è che non vi sono risposte facili; penso però che si possa raggiungere qualche conclusione generale.

Di sicuro non possiamo riportare indietro le lancette dell'orologio. Non vi è via di fuga in controlli onnicomprensivi e permanenti, e vi sarebbe molto da perdere nell'impegnarsi in tal senso.

Al contrario, ho il sospetto che la risposta andrà trovata in una maggiore integrazione dei mercati mondiali piuttosto che in un'integrazione minore. Si osservano chiare tendenze in tale direzione:

- un numero sempre crescente di economie emergenti avverte come necessario e desiderabile permettere e incoraggiare la proprietà straniera di istituzioni finanziarie nazionali, in modo da fornire maggiore forza e stabilità. La stessa tendenza opera nel mondo non finanziario. Viceversa, appare sempre più probabile che le grandi aziende locali si diversifichino all'estero, limitando così la loro esposizione alle crisi interne;

- la rapida internazionalizzazione dei mercati azionari apre all'investimento di portafoglio nuovi canali che possono ridurre il rischio sistemico e portare grande vantaggio alle economie emergenti. I mercati azionari sono di certo soggetti a un'elevata variabilità intrinseca, ma le oscillazioni anche ampie dei prezzi possono essere assorbite più facilmente, senza un rischio sistemico eccessivo, proprio perché gli investitori sono più preparati a sopportare perdite;

- in assenza di condizioni più stabili della valuta locale, gli accordi valutari regionali costituiscono una risposta naturale alla necessità di protezione da un'instabilità eccessiva. L'ormai lungo cammino verso una valuta comune europea è certamente una manifestazione di tale desiderio e un esempio dell'enormità della sfida posta da tali accordi. Tuttavia, nonostante le difficoltà ho il sospetto che vi sa-

ranno sforzi ulteriori in simili direzioni, sebbene altri accordi regionali saranno sicuramente meno formali.

Nessuno di questi elementi indica la possibilità di un rapido progresso. Essi inevitabilmente implicano – direi che la stessa nuova tecnologia implica – una minore autonomia politica nazionale. Si tratta di un punto politicamente dolente per ogni paese, ed è una lezione molto difficile da accettare per i paesi che stanno approdando oggi non solo a un mondo economico e finanziario altamente sviluppato, ma anche a sistemi politici più democratici.

Un pericolo è la possibilità di una ritirata in una sorta di regionalismo asfittico. Finora la chiara tendenza verso un libero commercio regionale o verso aree doganali regionali è stata per lo più benigna, nonostante la natura intrinsecamente discriminatoria di simili accordi, grazie al fatto che tali accordi hanno preso piede in un contesto più generale di riduzione globale delle barriere commerciali.

Ciò che non vorremmo vedersi materializzare è un sistema finanziario incline alle crisi che offra nuovi incentivi per una ritirata in blocchi regionali di protezione. È in larga misura questo il motivo per cui ritengo che l'evidente (e in ultima analisi costruttivo) diffondersi dell'integrazione economica debba essere accompagnato da un'attenzione molto più puntuale verso una riforma monetaria su scala globale.

Non è possibile affrontare adeguatamente la questione in questa sede, ma desidero concludere con un'osservazione.

Un mondo nel quale i tassi di cambio tra le valute principali possono fluttuare così ampiamente, e in modo all'apparenza tanto capriccioso, non è un mondo che potrà massimizzare l'efficienza dei mercati mondiali dei capitali o le potenzialità di crescita mondiale.