

Commento

RICHARD PORTES

1. Le crisi saranno sempre con noi

Se non si osservano fallimenti di imprese, si deve dedurre che i mercati dei capitali non funzionano bene. Gli investitori devono assumere rischi, per i quali saranno compensati dai premi per i rischi. Il rendimento di un investimento include un premio che presume che una certa quota delle decisioni d'investimento si dimostrerà errata. Se nessuno fallisce significa che gli investitori sono stati troppo conservatori e che vi sono molte occasioni vantaggiose, anche se rischiose, che non sono sfruttate. Per questo vi sono leggi per i fallimenti che provvedono a "un'ordinata uscita dal campo" quando gli investimenti e le imprese che li hanno compiuti falliscono.

Allo stesso modo ci dobbiamo aspettare che se i mercati internazionali dei capitali funzionano bene, di tanto in tanto si commetteranno errori, e un qualche paese (o l'insieme dei mutuatari del suo settore privato) fallirà. Questo paese passerà attraverso una crisi finanziaria. La storia registra molti di questi eventi. Non ci dobbiamo aspettare e neppure sperare di prevenirli del tutto: se lo si facesse, sarebbe a costo di investimenti insufficienti ed eccessivamente avversi al rischio. Il problema dell'analisi economica e della politica economica è, quindi, come minimizzare i costi di tali crisi, con adeguate istituzioni e politiche economiche, sia prima che la crisi colpisca sia dopo.

□ London Business School e CEPR, London (Gran Bretagna).

2. Ogni crisi è differente

Il titolo *Crisis? What Crisis?* (Eichengreen e Portes 1995) richiamava le parole del Ministro delle finanze del Regno Unito durante la crisi del 1976, che fu risolta con l'intervento del FMI. Non possiamo immaginare che si verifichi oggi una crisi con tali caratteristiche. Ogni giorno leggiamo che le crisi attuali dei paesi asiatici sono molto diverse da quella del Messico del 1994-95, o dalle crisi del debito pubblico di stati sovrani degli anni Ottanta.

Questo è vero. Queste sono essenzialmente crisi del settore privato, in economie con elevato risparmio aggregato, un fisco sano, aperte e con politiche di apertura verso l'esterno, e con un debito pubblico relativamente basso. Piuttosto che l'elevata inflazione, la caratteristica più seria delle crisi è la deflazione. Le economie in crisi hanno sistemi bancari deboli e un tasso di cambio piuttosto sopravvalutato (a volte, ma non sempre, ancorato); e queste sono invero caratteristiche comuni delle crisi finanziarie. Ma la cause, le manifestazioni e l'apparizione di queste crisi sono differenti dai precedenti episodi.

La lezione è che non possiamo prevedere le crisi finanziarie o, se proviamo, ne prevediamo molte più di quelle che in realtà si verificano. L'odierna ricerca di "indicatori di preavviso" è solo la prosecuzione degli sforzi che da venticinque anni sono stati fatti nella letteratura per trovare variabili che potessero "prevedere" le rinegoziazioni del debito. La miniera di dati può sempre produrre una buona equazione, ma al di fuori del campione si ottengono risultati miserevoli.

Per esempio si consideri l'Argentina nella primavera del 1995. Con un tasso di cambio reale manifestamente sopravvalutato e un sistema bancario fragile, soggetta al contagio dell'effetto tequila, "avrebbe" dovuto fare bancarotta. Ma gli indicatori di preavviso non includono, e non possono includere, la credibilità dei responsabili della politica economica.

Il FMI funziona meglio degli indicatori di preavviso? Il Fondo afferma di aver avvisato la Thailandia più di un anno fa. Nel suo *Report* pubblicato nel dicembre 1996, però, non solleva dubbi; e nel suo *Annual Report* del 1997 non rileva errori nella conduzione macroeconomica della Thailandia e della Corea. Ritornando un po' indietro, il *Capital Market Report* del 1995 non era critico verso le politiche dei

paesi dell'Asia rispetto agli afflussi di capitale (nel complesso, a ragione).

Ci è stato detto che la differenza tra le crisi attuali e quelle del passato è la virulenza del contagio. Vero, l'effetto tequila fu breve e non disastroso. Ma per gli esempi storici di contagi diffusi e disastrosi, si può risalire ai fallimenti a catena che iniziarono nell'America Latina nel 1931, si propagarono all'Europa centrale e orientale nel 1932, per culminare con la crisi della Germania nel 1933.

3. Tutte le crisi sono uguali

Nel 1987, Barry Eichengreen e io pubblicammo un saggio dal titolo "The anatomy of financial crises". Un decennio dopo, ritengo ancora valido lo schema proposto, secondo il quale tutte le crisi implicano un nesso tra crisi del debito, disturbi sul mercato dei cambi e fallimenti del sistema bancario. La diffusa conversione del debito in titoli negoziabili degli anni recenti non altera l'analisi: dopo tutto, uno degli esempi storici più importanti è stata la crisi del 1930 di insolvenza sui titoli pubblici.

In quel caso, la crisi del debito loro (dei paesi in via di sviluppo) espresso in titoli negoziabili colpisce le banche e le monete nostre (dei paesi industrializzati). Nel 1982 la moratoria del loro debito bancario ha minacciato le nostre banche. Nel Messico, durante la crisi del 1994-95, una caratteristica importante è stata la debolezza del sistema bancario. Attualmente, sia le loro sia le nostre banche sono preoccupate.

Tutte le crisi sollevano il problema di distinguere tra illiquidità e insolvenza. Oggi alcuni sostengono che le economie del "miracolo asiatico" sono in realtà "sparite", sono economie fantasma: che tutti quegli investimenti sono serviti solo per creare capacità in eccesso, attività non profittevoli, o per fare alzare i prezzi degli immobili a livelli irreali e insostenibili. Altri sostengono che il miracolo fu la crescita reale, che queste economie dovrebbero ancora guidare le classifiche del *World Competitiveness Report*, che il problema è semplicemente il classico "assalto agli sportelli", una crisi che si auto-convalida di liquidazione dei prestiti di breve periodo. In verità, per lungo tempo non

sapremo qual è il punto di vista corretto. Ma non è necessario, come sosterrò tra breve, che questo paralizzi la politica economica.

Una caratteristica comune, che vorrei aggiungere ora, è che tutte le crisi sono "crisi di successo". L'afflusso iniziale di capitale che in definitiva si dimostra insostenibile (e forse non vantaggioso) è allo stesso tempo un segno e, a volte, una causa della promessa e del successo economico. Ma non abbiamo ancora imparato come controllare al meglio gli afflussi di capitali, così che il successo può condurre al fallimento.

4. Il rischio morale funziona nei due sensi

Negli anni Ottanta, le banche creditrici e i loro portavoce, così come il settore ufficiale, hanno a lungo rifiutato la riduzione del debito (fino al piano Brady), richiamando l'incantesimo del "rischio morale". Solo pochi di noi sostennero allora che anche i creditori erano soggetti al rischio morale e che dovevano assumere una parte dei costi degli errori, in modo che nel futuro avrebbero concesso prestiti con maggiore cautela. Nella pratica, non hanno subito molti danni. Alcuni studi hanno calcolato che il rendimento *ex post* dei prestiti degli anni Settanta è stato abbastanza ragionevole, proprio come quello che Eichengreen e io avevamo calcolato per le obbligazioni emesse negli anni Venti che furono in media redditizie, nonostante i fallimenti.

Vi è solo una risposta: no ai salvataggi. Solo questo convincerà gli operatori dei mercati a cooperare con proposte moderate e concrete per facilitare "un'ordinata uscita dal campo", che fino a ora hanno rifiutato con la giustificazione che incoraggerebbe l'insolvenza dei debitori. Che assurdità! Ed è l'assurdità più pericolosa perché è considerata seriamente dalle autorità.

5. Lezioni di politica economica per i paesi mutuatari

Per evitare o minimizzare l'effetto delle crisi bisogna:

a) essere cauti circa gli afflussi di capitali di breve periodo; considerare i controlli o la dissuasione come in Cile;

b) favorire flussi continui di capitale di lungo periodo (che non significa solamente gli investimenti diretti esteri) permettendo al tasso di cambio reale di apprezzarsi attraverso l'apprezzamento del tasso di cambio nominale, piuttosto che ancorando il tasso nominale; usare un qualche sistema di fluttuazione controllata, probabilmente una banda di parità slittante ancorata a un paniere: se si attende fino a che il mercato attacchi un tasso di cambio nominale ancorato, sarà invariabilmente e inevitabilmente troppo tardi per evitare le crisi con la fluttuazione;

c) imporre una normativa bancaria più rigida che quella dei paesi sviluppati (naturalmente questo potrebbe essere politicamente impossibile).

Quando la crisi colpisce bisogna:

a) cedere immediatamente: lasciare fluttuare il tasso di cambio. La "difesa con il tasso d'interesse" di una moneta ancorata non funzionerà in presenza di fragilità finanziaria, persino nei paesi sviluppati (ricordiamo per esempio la crisi del meccanismo di cambio europeo nel 1992-93);

b) non "socializzare" il debito privato; accettare responsabilità per gli obblighi del settore privato di fronte ai creditori internazionali risulterà alla fine in un salvataggio per questi ultimi, e non si deve essere conniventi con ciò;

c) se il problema è la deflazione e una stretta creditizia, non imporre una stretta monetaria: l'ultima cosa di cui un'economia altamente indebitata ha bisogno sono alti tassi d'interesse reali!

d) Anche se molti debitori sono insolventi piuttosto che illiquidi, questo non significa che devono chiudere l'attività. Specialmente (ora) con un tasso di cambio sottovalutato, la maggior parte della capacità produttiva di queste imprese diventerà profittevole; ciò di cui vi è bisogno è la ristrutturazione finanziaria. Gli azionisti dovranno perdere capitale, alcuni dirigenti perdere il posto, e i creditori dovranno o accettare le perdite o trasformare il debito in capitale netto.

6. Lezioni di politica per gli investitori finanziari internazionali e i paesi creditori

Per evitare o minimizzare i costi delle crisi:

a) il FMI non deve agire come un'agenzia di valutazione del credito, ma non deve nascondere i suoi interessi – sempre che ne abbia – e certamente non deve ingannare i mercati, con commissioni o omissioni;

b) è troppo tardi per le crisi attuali, ma assolutamente importante per le future: il Fondo non deve orchestrare salvataggi di creditori, anche se lo vuole il governo degli Stati Uniti. Le autorità devono finalmente riflettere se il salvataggio del Messico – per quanto buono possa essere considerato il suo esito – sia stato necessario per evitare il rischio sistemico; e se, in assenza di salvataggio, si sarebbe assistito ad alcunché di simile all'insensato credito ai paesi asiatici ora in crisi;

c) si ritorni alle raccomandazioni di Eichengreen e Portes (1995) – e per la verità del *Deputies (Rey) Report* del G10 per “ordinate uscite di scena”, le si adatti alle esperienze attuali, e le si sorregga con peso politico, anche contro l'opposizione degli operatori del mercato.

Nelle crisi attuali occorre:

a) rinunciare alle assurde e pericolose politiche macroeconomiche restrittive che sono state imposte in nome della “condizionalità”;

b) similmente, non è assolutamente ovvio che le difficoltà finanziarie saranno ridotte se il FMI impone la liberalizzazione dei flussi di capitale prima che si realizzino le riforme istituzionali e la ricapitalizzazione dei settori finanziari nazionali;

c) è certamente ovvio che, indipendentemente dagli aspetti economici, la risposta politica nazionale ai programmi del FMI è di per sé pericolosa e probabilmente controproducente. Tutto ciò va riesaminato.

BIBLIOGRAFIA

- EICHENGREEN, B. e R. PORTES (1986), “Debt and default in the 1930s: causes and consequences”, *European Economic Review*, 30, June, pp. 599-640.
- EICHENGREEN, B. e R. PORTES (1987), “The anatomy of financial crises”, in R. Portes and A. Swoboda eds, *Threats to International Financial Stability*, Cambridge University Press, Cambridge.
- EICHENGREEN, B. e R. PORTES (1988), “Les prêts internationaux dans l'entre-deux-guerres: le point de vue des porteurs de titres”, *Économie Appliquée*, 41, December, pp. 741-71.
- EICHENGREEN, B. e R. PORTES (1995), *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, London.