

Commento

GIACOMO VACIAGO

Un buon articolo come quello di Volcker su "Globalizzazione, stabilità e mercati finanziari" solleva tanti problemi quanti ne risolve.

La recente crisi nei paesi asiatici aiuta a mettere in prospettiva i vantaggi e i rischi della globalizzazione, e consente di esplicitare una domanda: in un mondo globale, quante sono le banche centrali?

Quando si analizza l'operare dei mercati finanziari, la prima questione è di accertare il contributo che essi danno allo sviluppo del reddito e quindi del benessere. Ciò significa anzitutto domandarsi se i mercati sono efficienti e stabili o se la volatilità che li caratterizza contraddice la loro presunta efficienza.

L'opinione di Volcker - ma ciò non stupisce - è simile a quella normalmente adottata dai banchieri centrali. Non è vero che i mercati finanziari seguano sempre un sentiero di equilibrio corrispondente in modo razionale ai sottostanti "fondamentali". Ma non è neppure vero che i mercati fluttuino senza alcun'ancora, semplicemente mossi da speculatori "ignoranti".

L'opinione qui presentata è giustamente intermedia: lo sviluppo dei mercati è positivo per la crescita, dell'economia e non potrebbe essere altrimenti, in quanto in caso contrario nel lungo periodo i mercati stessi scomparirebbero.

L'instabilità che presentano è peraltro sistematica, tende infatti a ripetersi: la crisi dell'Asia è solo la più recente, ma certo non l'ultima delle crisi finanziarie che negli ultimi vent'anni si sono puntualmente verificate in tanti diversi paesi. La tendenza all'instabilità significa che sono necessari correttivi. Tanto più necessari - aggiungo - quanto più alla "pazienza" degli investimenti diretti, cioè al capitale che si investe su un orizzonte di lungo periodo, si è sostituita l'"ingordigia" dei gestori di portafoglio, di quanti cioè investono su orizzonti di brevissi-

□ Università Cattolica del S. Cuore, Istituto di economia e finanza, Milano.

mo periodo. Mercati sempre più liquidi rinunciano alla lungimiranza che sarebbe invece in questi casi opportuna.

Dobbiamo assumere che la "lungimiranza" sia il frutto dei correttivi di politica economica o in altre parole sia resa possibile da leader che hanno la responsabilità di anticipare e guidare i mercati, evitando un tipico problema di azzardo morale, che si ha quando il mercato si aspetta un prestatore di ultima istanza, che poi risulta inadeguato al compito che ha intrapreso (o gli è stato, magari solo implicitamente, attribuito).

Nella realtà degli ultimi vent'anni, le maggiori crisi finanziarie hanno corrisposto al venir meno di *mercati regionali* basati su una struttura reale e finanziaria entrata in qualche modo in contraddizione. Pensiamo al Sud America all'inizio degli anni Ottanta e di nuovo all'odierna crisi dell'Asia. Nel primo caso, sono la politica monetaria americana e l'apprezzamento del dollaro a innescare la crisi; nel secondo caso sono la crisi del Giappone e il deprezzamento dello yen. In ciascun caso, vi è la stessa tipologia di crollo delle borse e dei cambi, di stretta monetaria, di fallimento degli intermediari più fragili. Ciò che qui merita sottolineare è soprattutto che in ciascun caso si rileva inadeguata la struttura delle diverse banche centrali. Direi che è addirittura inappropriato parlare al plurale di banche centrali, quasi che in un mercato integrato possa esservi una pluralità di leader. La crisi dei mercati cui stiamo assistendo ha le sue origini nel fatto che quei paesi hanno mantenuto un po' troppo a lungo i propri tassi di cambio fissi con il dollaro degli Stati Uniti. I cambi fissi favoriscono l'integrazione, ma richiedono una responsabilità molto maggiore.

L'abbiamo sperimentato in Europa, tra paesi molto più maturi e meno esposti alla speculazione: i cambi fissi portano a integrazione ma richiedono coordinamento, ambedue crescenti. Risultato, inevitabile, della globalizzazione è la riduzione del numero delle banche davvero centrali. Tale può essere chiamata, di fronte alla grande crescita dei mercati, la banca che è in grado di prevenire, o almeno - se già è tardi - di curare, i problemi posti dall'instabilità finanziaria. Una banca è "centrale" se è adeguata al mercato di cui ha responsabilità: assicurare la liquidità, se è minacciato da una crisi, o la solubilità, se la crisi è di fiducia.

La sembianza di tante banche centrali è una pericolosa illusione di stabilità; esse si rivelano inadeguate proprio quando sorge la reale necessità. Nel suo articolo Volcker si dimostra giustamente preoccupato

pato che nella costruzione di un mercato globale ci si sia dimenticati di garantire la stabilità. Aggiungo, parafrasandolo, uno slogan oggi di moda in Europa: "Un mercato, una banca centrale".