

LOMBARD ASSOCIATION

**GLOBAL FINANCIAL MARKETS:
IS ALL THE GLITTER GOLD?**

London, March 11, 1987

1. I must confess that in accepting to address this forum on financial markets and global financial integration I felt somewhat uneasy. For over a century the City of London has been a cornerstone of world finance and has maintained this role in recent years in spite of much increased competition. The Big Bang has provided impressive additional evidence of the City's ability to adapt to a changing world with rapidity and foresight. Italy's Prime Minister, Bettino Craxi, recently paid tribute to this outstanding heritage of enterprise, international openness and receptiveness to changes in technology, services and markets.

While preparing my notes for tonight, I was therefore concerned lest I should appear as a preacher bringing the word to longtime converts, or as you say in this country, to be carrying coals to Newcastle. For this reason, as I address the various issues and try to evaluate the overall economic impact of worldwide financial integration, I shall be tabling questions and expressing doubts, rather than giving firm answers; indeed, it is my hope that some of these answers may come from you in the discussion.

2. As you well know the last few years have seen far-reaching changes in financial markets and a transformation of our economic environment. Innovation, stimulated by technological progress and increased worldwide competition, has enormously broadened the scope of economic agents' operations and added a new dimension to the marketplace, in terms of both space and time. Worldwide financial relations have expanded constantly since the creation of the Euromarkets in the early sixties.

Initially, it was regulatory and tax constraints on national financial markets that prompted major banks and firms to switch their

operations to international markets. Over the years, the number of financial institutions doing business in these markets grew steadily, in response to the higher returns, lower costs and more efficient operating conditions they offered. An additional stimulus to financial innovation came in the seventies from the huge payments imbalances that developed, accompanied by wide exchange rate fluctuations.

In the eighties, the adoption of strict anti-inflationary policies in the major countries has fostered the creation of new channels of financing, at both the national and the international levels. Large payments imbalances between the major industrial countries have accelerated the development and integration of securities markets and favoured a pronounced diversification of portfolios and disintermediation of banks. Through these years competition has resulted in strong pressure on the authorities to deregulate and eliminate controls that were distorting financial markets and being increasingly circumvented.

The demand for new and more efficient services has been rapidly met by the major financial centres, which have become closely meshed. Intermediation costs have been sharply reduced by the expansion of direct credit markets, lower commissions and increased competition. A variety of techniques enable exchange and interest rate risks to be hedged, thus reducing their repercussions on trade and financial relations. New instruments have facilitated arbitrage between different markets. We now have round-the-clock trading in a global market in which information is available in real time. The recent agreement linking the London International Financial Futures Exchange and the Chicago Board of Trade is a clear example of this continuous integration and of the rapid expansion of the opportunities available to private agents.

These developments confront us with challenging new tasks. The scale and recentness of the changes in our financial environment make it difficult to assess their implications, not only for financial markets themselves but also for macroeconomic and supervisory policies. A further difficulty is that the analytical tools we are accustomed to using appear unable to come up with fully adequate answers. I shall now look at the main issues facing supervisors and policy makers in the light of the different interpretations of the "great leap forward" in financial markets.

3. The microeconomic view stresses the contribution that worldwide financial integration is making to the efficient allocation of resources by equalizing rates of return, eroding rent positions and enhancing the scope for risk diversification. It also emphasizes that the potential gains from integrated goods markets can only be realized if capital markets are open and competitive, since enterprises need to formulate their investment strategies without the constraint of segmented and geographically limited capital markets.

The leading advocates of this view are financial operators, who benefit from profit opportunities in new fields and, more generally, from increased flexibility in their operations. It also receives support from many academics, perhaps because they see the new economic environment as bearing a closer resemblance to their abstract theoretical models, where agents are assumed to trade in fully competitive markets with complete information and no costs.

There is no doubt that innovation and financial integration have improved the technical functioning of financial markets and that economic

agents have greatly benefited from the availability of new services and easier access to financial centres. However, rather than simply preach the advantages of the new situation, I would like to underline some of the problems associated with it.

In the first place, it is open to question whether the international financial system is evolving towards the perfectly competitive market structure of economic theory. The claim that financial markets are efficient in pricing securities is not always supported by empirical evidence: for instance, share prices have sometimes appeared to move independently of market fundamentals, and to vary excessively in relation to earnings and expected returns. Speculative bubbles and bandwagon behaviour have been a feature of short-term developments in asset prices, resulting in unstable market conditions.

Secondly, it is not entirely clear that more efficient and integrated financial markets always make for a more efficient allocation of real resources. On this issue microeconomists tend to look at only one side of the coin, providing theories either of speculation and financial arbitrage, or of direct investment and factor mobility. Empirical evidence on the link between these two aspects is difficult to assemble. Nonetheless, in some instances the expanded opportunities offered by the new financial environment can be seen to have generated tensions in the business world, with negative repercussions on production and employment. One example has been the use of low-quality, high-risk borrowing (junk bonds) to finance takeover bids that have resulted in some firms taking defensive measures that certainly have not improved economic performance. Indeed, some companies are developing strategies to target their growth and profits with the specific aim of avoiding unwelcome takeover bids.

Lastly, the ongoing process of innovation is not without its risks for the stability of the financial system. The proliferation of financial transactions has loosened the links between lenders and final borrowers, thereby making risk assessment more difficult. Even among bankers, there appears to be concern that traders will base portfolio decisions on credit assessments made elsewhere in the market and interpret the marketability of assets as implying less need for credit analysis. A highly sophisticated financial "superstructure" tends to reduce the transparency of the underlying "real" transactions, potentially weakening agents' ability to make reliable credit evaluations. The blurring of the boundaries between commercial and industrial activities and financial intermediation is also a cause for concern, as is the increase in banks' off-balance-sheet operations and other stratagems enabling intermediaries to evade disclosure requirements. In certain instances, there has been evidence of risks being underpriced notably when intermediaries bid aggressively for a share in rapidly expanding markets for new instruments, such as note issuance facilities, swaps and options. Deregulation and freer competition have also exposed the public to unsound market practices (insider trading, etc.).

Accordingly, while I fully appreciate the potential benefits of further innovation in financial markets, I believe that unconditional optimism about the ability of private markets to manage their own development would be hard to justify, even on purely microeconomic grounds.

4. The bias in favour of capital mobility and free financial markets has not traditionally been shared by the other main strand of economics,

i.e. macroeconomics. Indeed, macroeconomists have always been wary of international capital mobility and have stressed that financial integration increases international interdependence and reduces the scope for independent domestic monetary policy management under a fixed rate regime, and tends to cause exchange rates to overshoot under a floating rate regime.

Post-war international agreements reflected this view. The Bretton Woods arrangements assigned priority to trade integration and exchange rate stability, and allowed governments to impose capital controls in the event of balance-of-payments difficulties. The Treaty of Rome followed a similar approach.

Through the fifties and early sixties the low degree of international financial integration and a solid consensus among the major countries on broad macro-policy objectives helped maintain the cohesion of the international trade and payments system. Later in the sixties, however, increased integration of financial markets was coupled with growing divergences in major countries' economic performances and policy objectives. The world economic leadership of the United States, upon which the stability of the monetary system had rested, was increasingly undermined by expansionary monetary and fiscal policies and the resulting acceleration of inflation.

The combination of these circumstances revealed a lack of internal consistency in the framework for international macroeconomic policy management, i.e. the impossibility of simultaneously having fixed exchange rates, free trade, autonomous national policies and capital mobility. In the end, floating rates were resorted to since it was believed that they would restore full independence to national policies.

At the same time a fundamental choice was made in the major countries in favour of free movement of capital.

In the new environment of integrated financial markets capital movements have come to play a dominant role in the determination of exchange rates and have speeded up the transmission of financial disturbances from one country to another. Pursuit of national economic goals regardless of their external consequences, in these conditions of much greater capital mobility, has resulted in large medium-term swings in nominal and real exchange rates and in the buildup of huge external imbalances. The abundance of finance has helped maintain the illusion that all external constraints had been removed. Lack of agreement on the way to restore sustainable payments positions has led to mounting strains in international trade relations and to the lowest level of international policy cooperation since the thirties.

After a protracted period of overvaluation, the dollar has come down to more realistic levels vis-à-vis the other key currencies. However, trade flows have been slow to react to changes in the terms of trade, owing in part to lack of supportive domestic (fiscal) policies. Since the aggregate demand policies of the major countries have remained inconsistent with the needs of external adjustment, we may still be placing an excessive burden on exchange rates. The risk of the dollar falling too far is very real, and is enhanced when the exchange rate is perceived as being used as a weapon to force reluctant partners to adopt more expansionary domestic policies. We have also learnt that in the long run large exchange rate swings have lasting effects on industrial structures. The loss of competitiveness inflicted on US industry in the years of dollar overvaluation has had dramatic consequences for production and employment that are going to be difficult to reverse, in spite

of the substantial fall in the dollar. Europe and Japan are now confronted with the task of cutting capacity in sectors that had expanded extremely rapidly to meet burgeoning demand in the United States.

In both areas, the strains of adjustment have led to a decline in investment and to the expected pick-up of growth not materializing. Pressure continues to mount in the industrial world for the introduction of trade barriers to protect domestic markets of goods and services exposed to international competition. The 200 odd trade bills currently before the US Congress and the difficulties encountered in launching a new trade liberalization round among the GATT countries are a constant reminder of the protectionist dangers that we face. The increase in the concentration of industry worldwide is also in part a reaction to the instability and uncertainties of exchange rates. New international alliances have been created through mergers, acquisitions and joint ventures, etc., with the aim of protecting market shares against unexpected fluctuations in the terms of trade. One example of this trend is the growing number of alliances between Japanese and American firms in the automobile industry, but there are plenty of others in electronics, communications and aerospace, etc.

A somewhat less competitive and more protected environment thus appears to be developing in the international business sector, possibly involving a reduction in market efficiency. We are thus faced with the paradox of the financial system becoming more competitive and efficient while the real economy adopts an increasingly concentrated and protected structure.

More generally, legitimate doubts can be raised as to whether the combination of integrated financial markets, floating exchange rates and

uncoordinated national policies have really been conducive to higher and more stable growth of the world economy. Summary data on the post-war performance of the world economy are presented in Table 1. As can be seen, growth was fastest in the Bretton Woods years at over 5 per cent; it slowed to about 3.8 per cent in the seventies and has averaged less than 2 per cent in the eighties. At the same time world trade growth fell from around 9 per cent in the 1955-70 period and to 5 per cent in 1971-80, averaging about 2 per cent in 1981-85. Inflation almost got out of control in the early years of flexible rates and a high cost had to be paid later to bring it down to an acceptable level.

Table 1

WORLD ECONOMIC PERFORMANCE
(average yearly percentage changes)

	1955-1970	1971-1980	1981-1985
National Product			
World	5.2	3.8	1.8
Industrial countries	4.5	3.2	2.5
Trade			
World	8.7	5.1	2.3
Industrial countries	8.4	6.1	3.1
Inflation			
World	3.9	9.3	13.3
Industrial countries	4.5	7.5	6.3

Sources: GATT, IMF.

Clearly the deteriorating performance of the world economy is the result of many factors. However, policymakers cannot disclaim all responsibility. The least one can say is that the approach the major countries have adopted in the seventies and eighties in the conduct of their policies and mutual relations has not led to a satisfactory performance of the world economy. There appears to be little evidence that global financial markets have contributed to growth and stability. Indeed, there are grounds for fearing that a continuation of the present uncoordinated policy course in an increasingly integrated and interdependent world might eventually jeopardize the international economic order that was constructed on the basis of free trade during the Bretton Woods years.

5. Obviously, the tide of financial innovation cannot be reversed; for one thing, the forces for change have become a permanent feature of financial markets. However, various aspects of policy bearing on the new environment may have to be changed in order to reduce the risks associated with global financial markets and ensure that their potentially large benefits actually materialize.

The points that I have made suggest that self-regulation of financial markets may not be enough to ensure financial stability and sound financial practices. This raises some difficult questions.

What regulatory and supervisory framework is needed to ensure that the current evolution of the financial system does not endanger overall financial stability? How should we revise the current regulations to cope with the new environment? Is further deregulation desirable or has it already gone too far?

I have no firm answer: only some pointers to the ideas that are gradually forming in official circles. A number of steps are being considered, and indeed to an extent have already been taken, regarding the activities that are already regulated, specifically the banking industry. These are designed to monitor banks' strategies for coping with the increasing risk associated not only with their new activities, but also with their traditional businesses (since prime quality customers have direct access to securities' markets and make less recourse to banks' services). The adequate assessment of banks' off-balance-sheet operations requires strengthened monitoring by supervisory authorities, who are also seeking to ensure that such business is taken into proper account in risk management and control, among other things by including them in prudential capital ratios. It is also clearly recognized that attempts to regulate only part of an integrated system with the aim of improving the stability of the whole can be thwarted by crises spreading from the unregulated parts. Complementary measures covering other financial operators will therefore be required to prevent banks from being put at a competitive disadvantage and confronted with the choice of losing market share or circumventing the rules. Deregulation in some sectors of banking activity will have to be accompanied by new measures fostering the financial soundness of non-bank financial intermediaries in order to protect the markets and ensure a level competitive playing field. There is also increasing consensus on the need to make life difficult for insider traders and to tighten the rules on takeovers (and junk-bond financing). Efforts to standardize national legislations will also have to be intensified, and indeed some progress has already been made. The recent announcement by the US and UK banking supervisory

authorities of their adoption of common rules for the calculation of capital ratios is a useful step in this direction.

I also believe that it would be appropriate to maintain a degree of separation between markets and intermediaries providing different services. Access to some markets could be made conditional on meeting certain requirements, to be assessed through an authorization procedure. It is important to realize, however, that it will be hard to find universally valid solutions to these problems since they are inevitably rooted in existing institutional arrangements.

In any case strengthened and appropriately adapted regulatory and supervisory frameworks are not sufficient to ensure stable financial conditions. There will also have to be a new approach to the macro-policy management of the major industrial countries, notably to make good the present lack of coordination. The differences in countries' saving-investment patterns produce their negative effects primarily in the markets for labour, capital and goods and are now endangering international trade relations. Global financial markets amplify the adverse effects of inconsistent policies in the major countries. If a more stable environment is to be achieved, the industrial countries will have to take the external repercussions of national policies into greater account; large swings in exchange rates will have to be avoided. A comprehensive report on these issues and specific policy proposals were presented in 1985 in the G-10 Report on the functioning of the international monetary system, the conclusions of which were endorsed by all the Ministers. However, insufficient progress has been made in their implementation, notwithstanding the IMF and Tokyo Summit initiatives in the field of policy coordination.

The present uncoordinated policy course is already generating centrifugal forces and weakening the world economy. Unless the major

countries make fundamental corrections in their economic policies, it will not be possible to achieve stable exchange rates, eliminate existing payments imbalances and preserve financial stability.

6. Within Europe significant progress in setting up a cooperative policy framework has already been made with the establishment of the EMS.

The Exchange Rate Agreements of the EMS have provided an important institutional basis for the coordination of member countries' economic policies. For the last few years the common objective of reducing inflation rates has provided the required real underpinning of the system. In particular, Germany's better inflation performance made it the leader and pole of attraction of the system. The other member countries have accepted less-than-full exchange rate accommodation of their inflation differentials, thereby reinforcing their stabilization strategies by maintaining exchange rate "pressure" on domestic prices. This has strengthened the credibility of their monetary policies.

The capital controls in force in some member countries have provided leeway in the conduct of domestic stabilization policies and curbed the intensity of speculative attacks before realignments, thereby contributing to the cohesion of the System. However, the progressive liberalization of financial markets is already reducing countries' monetary autonomy. The most recent realignment of early January has shown that the EMS Exchange Rate Agreements are now more vulnerable to large financial shocks, in particular those produced by changes in the value of the dollar.

A further challenge to the stability of the System is posed by the ambitious objectives that the European Community has recently set, with

the aim of making the EEC a fully integrated market with complete freedom of movement for all factors by 1992. The effects of this decision are already been felt since most of the restrictions on financial market transactions (i.e. excluding monetary transactions) are gradually being removed.

These developments face us with the following dilemma. Either the exchange rate commitment will have to be relaxed to allow more accommodation of financial disturbances, or monetary cooperation and national policy coordination will have to be stepped up.

The first option would both help to alleviate the speculative tensions that occur before realignments and increase short-term monetary autonomy. However, the System's structure and credibility would obviously be impaired if exchange rates were seen to be geared less towards macroeconomic stability and no longer supported by sufficient monetary cohesion. In the end this could undermine the basic disciplinary function of the EMS. Moreover, unless greater coordination of monetary policies can be brought about, there is a danger that asymmetric portfolio shocks will result in increased capital movements, leading to more frequent realignments.

The second option involves a general strengthening of policy coordination among the EMS countries in the light of common policy objectives. This requires the adoption of a framework that will enhance discipline among the member countries and discourage divergent behaviour. Specifically, it will require close coordination of monetary management when exchange rates come under pressure.

The last few years have nonetheless shown that monetary cooperation alone is not sufficient to ensure the stability of the System.

Divergence in the economic fundamentals fuels expectations of recurrent exchange rate adjustments. Greater economic convergence between EMS countries will therefore have to be promoted, in particular through the use of the other instruments of macroeconomic policy management. Now that inflation differentials have been considerably reduced, member countries' economic policies, and especially their fiscal policies, need to be anchored to new common policy objectives. Otherwise, the structural differences between member countries' economies could cause the fundamental variables to diverge, thereby undermining monetary cohesion.

At present, the European Community does not have a well-defined framework for setting binding policy objectives, in particular in the areas of fostering economic growth and absorbing external shocks, such as those produced by changes in the dollar exchange rate. Further integration of the European domestic market is therefore bound to require a strengthening of the institutional mechanisms underlying economic policy cooperation.

Finally, there appears to be no alternative to extending the system of economic policy coordination to include all the countries that are committed to implementing the integrated market by 1992. In an increasingly integrated area no country should remain outside the policy-making process.

7. In conclusion, financial integration, innovation and the development of global financial markets have brought new opportunities and considerable potential benefits; on the other hand, they can be suspected of having contributed to instability in the world economy, insofar as the major countries have pursued inconsistent policies and relied on exchange

rates to reconcile them. The trend of my remarks nonetheless reveals several needs: firstly, to guide and supervise the process of innovation; secondly, to restore a cooperative policy framework among the major nations, making it easier to collect the positive fruits of financial innovation; thirdly, to prevent the interaction of a global financial market with different national regulatory, supervisory and fiscal structures from endangering financial stability and causing distortions; and, finally, to ensure that sound market practices are maintained and that all-out competition really does benefit the real economy and the allocation of resources.

Meeting these needs will, of course, require continuing close cooperation between central bankers and the private banking community.

IL MERCATO FINANZIARIO GLOBALE: NON E' TUTTO ORO CIO' CHE RILUCE

1. Devo confessare che nell'accettare l'invito a parlare in questa sede sull'integrazione dei mercati finanziari internazionali ho provato un certo disagio. Per oltre un secolo la City di Londra è stata la pietra angolare della finanza internazionale e ha conservato fino ad oggi questa prerogativa nonostante l'accesa concorrenza di altre piazze finanziarie. Il Big Bang ha dimostrato con molta evidenza la capacità della City di prevedere e di adattarsi con grande rapidità a un mondo in evoluzione. Il Presidente del Consiglio italiano, Bettino Craxi, ha di recente elogiato questo patrimonio di imprenditorialità, di capacità di assimilazione dei mutamenti che intervengono nella tecnologia, nei servizi e nei mercati, e di apertura internazionale.

Preparando queste brevi note, temevo perciò di apparire come colui che predica a credenti di antica fede o, come si dice in Gran Bretagna, come "chi importa carbone a Newcastle". Mi propongo perciò, nel cercare di valutare le conseguenze dell'integrazione finanziaria mondiale, di sollevare quesiti ed esprimere dubbi piuttosto che fornire risposte certe; spero in realtà che queste possano venire da voi nel corso della discussione.

2. Come è noto, negli ultimi anni si è assistito a mutamenti di grande portata nei mercati finanziari e a una trasformazione dell'intero contesto economico. L'innovazione, stimolata dal progresso tecnico e da una accresciuta concorrenza internazionale, ha allargato enormemente l'ambito di attività degli operatori e ha aggiunto una nuova dimensione al mercato, in termini di spazio e tempo. Le relazioni finanziarie internazionali sono andate espandendosi costantemente fin dalla creazione dell'euromercato, nei primi anni sessanta.

All'inizio, furono la normativa bancaria e i vincoli fiscali esistenti sui mercati finanziari nazionali che indussero le maggiori

banche e imprese a spostare le loro operazioni sui mercati internazionali. Col passare degli anni, il numero delle istituzioni finanziarie attive su questi mercati crebbe costantemente grazie ai più elevati rendimenti, ai costi inferiori e alle più efficienti condizioni operative che tali mercati offrivano. Uno stimolo ulteriore all'innovazione finanziaria si ebbe negli anni settanta, in seguito agli ampi squilibri di bilancia dei pagamenti e alle forti fluttuazioni dei tassi di cambio.

Negli anni ottanta l'adozione di severe politiche antinflazionistiche da parte dei paesi industriali ha favorito la creazione di nuovi canali di finanziamento, sia a livello nazionale che internazionale. Gli ampi squilibri esterni tra i paesi industriali hanno accelerato lo sviluppo e l'integrazione dei mercati dei titoli, favorendo un'accentuata diversificazione del portafoglio degli operatori e la disintermediazione delle banche. Nel corso di questi anni la concorrenza ha esercitato una forte pressione sulle autorità economiche per l'eliminazione delle norme e dei controlli che contribuivano a distorcere i mercati finanziari e che venivano d'altra parte sempre più spesso aggirati.

La domanda di servizi nuovi e più efficienti è stata rapidamente soddisfatta dai maggiori centri finanziari, che si sono integrati più strettamente. I costi di intermediazione si sono ridotti considerevolmente grazie all'esteso ricorso delle imprese al credito diretto, alle più basse commissioni e a una accresciuta concorrenza. Un'ampia gamma di tecniche consente oggi la copertura contro i rischi di rendimento e di cambio; si riduce, di conseguenza, l'effetto che quei rischi possono produrre sulle relazioni commerciali e finanziarie. Strumenti nuovi hanno facilitato le operazioni di arbitraggio tra mercati diversi. Esiste ora un'attività di negoziazione che si svolge ininterrottamente per ventiquattro ore in un mercato ormai globale,

nel quale l'informazione è disponibile in tempo reale. I recenti accordi che hanno collegato il London International Financial Future Exchange (LIFFE) e il Chicago Board of Trade costituiscono un chiaro esempio di questa continua integrazione e della rapida espansione delle opportunità offerte agli operatori privati.

Questi eventi ci mettono di fronte a nuove, importanti sfide. L'ampiezza e l'attualità dei mutamenti che investono l'ambiente finanziario rendono difficile valutarne con precisione le implicazioni, non solo per i mercati finanziari stessi ma anche per le politiche macroeconomiche e di vigilanza creditizia. Un'altra difficoltà è rappresentata dall'inadeguatezza degli strumenti analitici tradizionali. Esaminerò di seguito i problemi più importanti che le autorità di vigilanza e i policy makers incontrano nella loro attività, alla luce delle diverse interpretazioni del "grande balzo in avanti" dei mercati finanziari.

3. La teoria microeconomica sottolinea il contributo che l'integrazione finanziaria internazionale apporta a una efficiente allocazione delle risorse attraverso il livellamento al margine dei profitti, l'erosione delle posizioni di rendita e la maggiore possibilità di diversificare i rischi. Essa afferma inoltre che i vantaggi potenziali derivanti dall'integrazione dei mercati dei beni diventano effettivi a condizione che anche i mercati dei capitali siano aperti e concorrenziali, e questo perché le imprese devono poter formulare le loro strategie di investimento senza il vincolo costituito da mercati dei capitali segmentati e geograficamente delimitati.

Queste formulazioni teoriche trovano come principali sostenitori gli operatori finanziari, i quali beneficiano delle opportunità di guadagno che vedono dischiudersi e, più in generale, della maggiore

flessibilità delle loro operazioni. Questa impostazione è sostenuta anche da molti economisti accademici, forse perché il nuovo contesto economico è più vicino ai modelli teorici, nei quali si assume che gli operatori agiscano in mercati perfettamente concorrenziali, con un'informazione completa e nei quali i costi siano inesistenti.

Non c'è dubbio che l'innovazione e l'integrazione finanziaria abbiano migliorato il funzionamento tecnico dei mercati finanziari e che gli operatori economici abbiano tratto grande beneficio dalla disponibilità di nuovi servizi e da un più facile accesso ai centri finanziari. Tuttavia, più che illustrare i vantaggi della nuova situazione, vorrei sottolineare alcuni dei problemi che essa presenta.

In primo luogo, non è ancora del tutto chiaro se il sistema finanziario internazionale si stia evolvendo verso la struttura di concorrenza perfetta descritta dalla teoria economica. L'argomento che i mercati finanziari siano efficienti nel determinare il valore dei titoli non sempre è confortato dall'evidenza empirica: ad esempio, i prezzi delle azioni si sono talvolta mossi indipendentemente dalle condizioni di fondo del mercato, variando in misura eccessiva rispetto all'andamento dei profitti conseguiti o attesi dalle imprese cui si riferiscono. "Bolle" speculative e comportamenti del tipo bandwagon hanno talora caratterizzato gli sviluppi di breve periodo dei corsi dei titoli, provocando condizioni di instabilità nei mercati.

In secondo luogo, non è del tutto dimostrato che mercati finanziari più efficienti e integrati contribuiscano sempre a migliorare l'allocazione delle risorse reali. Su questo tema gli economisti micro tendono a esaminare solo una faccia della medaglia, elaborando teorie riguardanti, alternativamente, o la speculazione e l'arbitraggio finanziario, oppure gli investimenti diretti e la mobilità dei fattori. E' difficile raccogliere evidenza empirica sul legame esistente tra questi due aspetti. Nondimeno, si può pensare che

in taluni casi le maggiori occasioni offerte dal nuovo contesto finanziario abbiano generato tensioni nel mondo degli affari, con ripercussioni negative sulla produzione e sull'occupazione. Un esempio può essere offerto dalla pratica di erogare crediti di bassa qualità e ad alto rischio (i cosiddetti junk bonds) per il finanziamento di scalate azionarie; queste ultime hanno ingenerato comportamenti difensivi da parte delle imprese e ciò non ha certo contribuito a migliorarne la performance economica. In concreto, sono state sviluppate, da parte di alcune imprese, strategie che prevedono la fissazione di obiettivi di crescita e di profitto con lo scopo specifico di scoraggiare tentativi di scalata.

Infine, il processo di innovazione in corso non è privo di rischi per la stabilità del sistema finanziario. La proliferazione delle transazioni finanziarie ha allentato i legami tra prestatori e mutuatari finali, rendendo in tal modo più difficile la valutazione del rischio. Anche i banchieri sembrano preoccupati che gli operatori possano basare le proprie scelte di portafoglio su valutazioni creditizie effettuate altrove nel mercato, e che interpretino la facile negoziabilità di un titolo come indice di una minore esigenza di valutare il merito di credito. Una "sovrastuttura" finanziaria molto sofisticata tende a ridurre la trasparenza della transazione "reale" sottostante, indebolendo potenzialmente la capacità dell'operatore di compiere un'affidabile valutazione del merito di credito. Il venir meno dei confini tra attività commerciale e industriale da un lato e intermediazione finanziaria dall'altro costituisce un'ulteriore causa di preoccupazione; la stessa cosa può dirsi dell'aumento delle operazioni fuori bilancio effettuate dalle banche e di altri stratagemmi che consentono agli intermediari di eludere le norme sulla trasparenza. In certi casi è palese la notevole sottovalutazione dei rischi, ad esempio quando gli intermediari cercano a tutti i costi di

accrescere le proprie quote di mercato di nuovi strumenti, quali le note issuance facilities, gli swaps e le options. Il processo di deregolamentazione e la maggiore concorrenza hanno inoltre esposto il pubblico al rischio di pratiche illecite quali l'insider trading.

In sintesi, mentre riconosco i benefici potenziali che l'innovazione apporta ai mercati finanziari, mi riesce difficile giustificare - anche su basi puramente microeconomiche - un ottimismo incondizionato circa la capacità dei mercati privati di governare il proprio sviluppo.

4. La posizione favorevole alla mobilità dei capitali e alla libertà dei mercati finanziari non è stata tradizionalmente condivisa dall'altro principale filone dell'analisi economica, quello macroeconomico. Infatti, gli economisti macro hanno sempre diffidato della mobilità internazionale dei capitali e hanno ammonito che l'integrazione finanziaria accresce il grado di interdipendenza tra i paesi in quanto riduce lo spazio per politiche monetarie nazionali indipendenti in regime di cambi fissi, mentre tende a provocare un overshooting dei tassi di cambio in un regime di tassi fluttuanti.

Gli accordi internazionali del dopoguerra riflettevano questa posizione. A Bretton Woods si attribuì priorità all'integrazione commerciale e alla stabilità dei cambi, e si prevede che i governi potessero imporre controlli valutari qualora fossero sorte difficoltà per la bilancia dei pagamenti. Il Trattato di Roma si ispirò a questi stessi principi.

Nel corso degli anni cinquanta e nei primi anni sessanta il ridotto grado di integrazione finanziaria internazionale e un solido consenso tra i paesi industriali sugli obiettivi macroeconomici contribuirono a conservare la coesione del sistema di scambi e dei pagamenti internazionali. Nella seconda parte degli anni sessanta,

tuttavia, si assistette ad una maggiore integrazione dei mercati finanziari e a una crescente divergenza tra i risultati economici e gli obiettivi politici dei principali paesi industriali. La leadership economica degli Stati Uniti, sulla quale si fondava la stabilità del sistema monetario, cominciò ad essere messa in forse da politiche monetarie e fiscali espansive che portarono a un'accelerazione dell'inflazione.

L'operare congiunto di queste circostanze mise in evidenza la mancanza di coerenza interna del sistema di politica macroeconomica internazionale, mostrando l'impossibilità di avere contemporaneamente tassi di cambio fissi, libertà commerciale, politiche economiche nazionali indipendenti e mobilità dei capitali. Alla fine, fu necessario ricorrere al regime di cambi fluttuanti poiché si ritenne che questo avrebbe restituito una totale indipendenza alle politiche nazionali. Allo stesso tempo i paesi industriali operarono una scelta fondamentale in favore della libertà di movimento per i capitali.

Nel nuovo contesto di mercati finanziari integrati, i movimenti di capitale sono arrivati a svolgere un ruolo dominante nella determinazione dei tassi di cambio e hanno reso più rapida la trasmissione di shocks finanziari da un paese all'altro. Il perseguimento di obiettivi economici interni senza riguardo per le loro conseguenze esterne, in presenza di questa assai maggiore mobilità dei capitali, ha provocato ampie oscillazioni a medio termine dei tassi di cambio nominali e reali e l'accumulo di enormi squilibri esterni. L'abbondanza di risorse finanziarie ha contribuito a coltivare l'illusione che tutti i vincoli esterni fossero stati rimossi. La mancanza di accordo su politiche atte a ripristinare condizioni di sostenibilità per le bilance dei pagamenti ha condotto a sempre maggiori tensioni nelle relazioni commerciali internazionali e a un grado di cooperazione politica internazionale che è il più basso dagli

anni trenta in poi.

Dopo un prolungato periodo di sopravvalutazione, il dollaro è ridisceso a più realistici livelli di cambio con le altre valute più importanti. Tuttavia, i flussi commerciali sono stati lenti a reagire alle modifiche intervenute nelle ragioni di scambio, in parte a causa della mancanza di politiche (fiscali) interne di sostegno. Poiché le politiche della domanda dei paesi industriali non hanno tenuto conto delle necessità dell'aggiustamento esterno, può essere che si attribuisca attualmente un peso eccessivo alla manovra dei tassi di cambio. Il rischio che il dollaro scenda troppo è reale; esso aumenta ancor più se i mercati percepiscono che il tasso di cambio della moneta americana viene usato come arma per indurre i partners più riluttanti ad adottare politiche economiche interne a carattere espansivo. Abbiamo anche imparato che, nel lungo periodo, oscillazioni dei tassi di cambio di notevoli dimensioni hanno effetti duraturi sulle strutture industriali. La perdita di competitività subita dall'industria americana negli anni della sopravvalutazione del dollaro ha avuto conseguenze notevoli sulla produzione e sull'occupazione, conseguenze cui è difficile rimediare, nonostante il notevole ridimensionamento del tasso di cambio del dollaro. L'Europa e il Giappone si trovano ora di fronte alla necessità di eliminare un eccesso di capacità produttiva in settori che si erano espansi assai rapidamente negli anni precedenti per far fronte alla crescita della domanda proveniente dagli Stati Uniti.

In entrambe le aree, il processo di aggiustamento ha condotto a un calo degli investimenti e a una crescita inferiore alle attese. Si registrano nei paesi industriali pressioni crescenti per l'introduzione di barriere commerciali atte a proteggere i mercati interni di merci e servizi esposti alla concorrenza internazionale. Gli oltre 200 progetti di legge in materia commerciale attualmente

all'esame del Congresso americano e le difficoltà incontrate nel promuovere nell'ambito del GATT un nuovo ciclo di negoziati riguardanti la liberalizzazione dei commerci costituiscono un indicatore dei costanti pericoli di protezionismo che ci circondano. L'accresciuta concentrazione dell'apparato industriale su scala mondiale è anche, in parte, una reazione alla instabilità e alle incertezze sul fronte dei tassi di cambio. Si sono create nuove alleanze internazionali mediante fusioni, acquisizioni, joint ventures, ecc., allo scopo di proteggere le quote di mercato contro fluttuazioni inattese dei tassi di cambio. Un esempio di questa tendenza è il crescente numero di alleanze tra aziende automobilistiche giapponesi e americane; molti altri esempi potrebbero essere citati nel settore dell'elettronica, delle comunicazioni, dell'industria aerospaziale.

Sembra quindi che nel mondo degli affari si stia diffondendo un clima meno concorrenziale e più protetto, che potrebbe determinare una minore efficienza del mercato. Ci troviamo perciò di fronte a un paradosso: da un lato, un sistema finanziario che diventa più competitivo ed efficiente; dall'altro, un'economia reale che procede verso una struttura sempre più concentrata e protetta.

Più in generale, si può legittimamente dubitare che la combinazione di mercati finanziari integrati, cambi fluttuanti e mancato coordinamento delle politiche nazionali abbia condotto a una più rapida e stabile crescita dell'economia mondiale. La Tav. 1 mostra dati sommari sull'evoluzione dell'economia mondiale. Si può notare che la crescita più sostenuta (mediamente oltre il 5% annuo) si è avuta negli anni in cui era operante il sistema di Bretton Woods; si è poi registrato un rallentamento, al 3,8% circa, negli anni settanta e si è passati a una crescita media inferiore al 2% negli anni ottanta. Nello stesso tempo la crescita del commercio mondiale è passata da circa il 9% medio annuo del 1955-1970 al 5% nel 1971-1980 e al 2% circa nel

1981-85. L'inflazione è quasi sfuggita al controllo dei responsabili della politica economica nei primi anni di operatività del regime di cambi flessibili, ed è stato necessario sostenere un costo elevato per ricondurla a livelli accettabili.

Tav. 1

Risultati dell'economia mondiale

(incrementi percentuali medi annui)

	<u>1955-70</u>	<u>1971-80</u>	<u>1981-85</u>
Prodotto nazionale			
Mondo	5,2	3,8	1,8
Paesi industriali	4,5	3,2	2,5
Commercio			
Mondo	8,7	5,1	2,3
Paesi industriali	8,4	6,1	3,1
Inflazione			
Mondo	3,9	9,3	13,3
Paesi industriali	4,5	7,5	6,3

Fonti: GATT, FMI

Il deterioramento della situazione economica mondiale è certamente il risultato di molti fattori. Tuttavia, le autorità di politica economica non possono disconoscere le proprie responsabilità. Il meno che si possa affermare è che le politiche seguite dai paesi industriali negli anni settanta e ottanta non hanno prodotto risultati soddisfacenti per l'economia mondiale. Non è inoltre del tutto provato che l'internazionalizzazione dei mercati finanziari abbia contribuito alla crescita e alla stabilità. C'è, invece, motivo di temere che persistere nella scelta di politiche non coordinate in un mondo sempre più integrato e interdipendente possa alla fine compromettere l'ordine economico internazionale edificato negli anni di Bretton Woods e fondato sulla libertà degli scambi.

5. L'ondata di innovazione finanziaria non può certamente essere arrestata; l'evoluzione è diventata una caratteristica ormai permanente dei mercati finanziari. Tuttavia, vari aspetti del modo di far politica in questo nuovo contesto possono essere modificati per ridurre i rischi connessi con l'internazionalizzazione dei mercati finanziari e per assicurare che i loro potenziali, notevoli benefici diventino reali.

Le considerazioni appena svolte inducono a pensare che l'autoregolamentazione dei mercati finanziari possa non essere sufficiente da sola ad assicurare la stabilità finanziaria e la correttezza delle pratiche di mercato. Ciò solleva alcune difficili questioni.

Quale struttura normativa e di vigilanza è necessaria per assicurare che l'attuale evoluzione dei mercati finanziari non comprometta la stabilità finanziaria generale? In quale direzione bisogna rivedere l'attuale normativa per tener conto dei nuovi sviluppi? E' auspicabile un'ulteriore fase di deregolamentazione oppure ci si è già spinti troppo oltre?

Non dispongo di risposte definitive, ma posso esporre in breve le idee che vanno maturando negli ambienti ufficiali. Alcune iniziative sono in corso di elaborazione ed altre sono in parte già state prese, per ciò che concerne le attività già oggetto di regolamentazione, quale quella bancaria. L'obiettivo è di porre sotto controllo le strategie che le banche adottano di fronte ai maggiori rischi connessi non solo con le nuove attività delle aziende di credito, ma anche con quelle tradizionali (poiché i clienti di qualità primaria possono accedere direttamente al mercato del credito e fanno minor ricorso all'intermediazione bancaria). Una valutazione adeguata delle operazioni fuori bilancio richiede il rafforzamento delle tecniche di vigilanza con le quali si cerca di assicurare che queste

poste contabili vengano tenute nel dovuto conto ai fini del controllo e della gestione del rischio, includendo tra l'altro tali operazioni nel calcolo del grado di patrimonializzazione. Si ammette anche apertamente che, per migliorare la stabilità del sistema nel suo complesso, i tentativi di regolamentarne solo una parte, possono essere vanificati da crisi che insorgono nei settori non sottoposti a regolamentazione. Si renderanno perciò necessarie misure complementari riguardanti anche gli operatori finanziari non bancari, per impedire che le banche, finendo per trovarsi in una situazione di svantaggio competitivo, siano costrette a scegliere tra la violazione delle norme o la perdita di quote di mercato. La deregolamentazione di taluni settori dell'attività bancaria dovrà essere accompagnata da misure che migliorino la posizione finanziaria degli intermediari non bancari al fine di proteggere i mercati e di assicurare adeguate condizioni di concorrenza. Si registra anche un crescente consenso sulla necessità di rendere la vita sempre più difficile a coloro che praticano l'insider trading e più severe le norme sui take-overs (e sui finanziamenti a questi connessi, il junk-bond financing). Gli sforzi per riavvicinare le legislazioni nazionali dovranno essere intensificati; in questo campo si sono già registrati alcuni progressi. La recente notizia che le autorità di vigilanza americane e inglesi hanno deciso di seguire criteri comuni per calcolare il grado di patrimonializzazione costituisce un utile passo nella direzione desiderata.

Ritengo opportuno che sia mantenuto un certo grado di separazione tra mercati e intermediari che offrono servizi di tipo diverso. L'accesso a taluni mercati potrebbe essere consentito a condizione che vengano soddisfatti determinati obblighi, da accertare mediante procedure autorizzative. E' importante però convincersi che sarà difficile trovare per questi problemi soluzioni universalmente valide, poiché essi sono profondamente radicati negli attuali assetti

istituzionali.

In ogni caso, il rafforzamento e l'adeguamento della normativa e della struttura di vigilanza non sono sufficienti da soli ad assicurare condizioni di stabilità finanziaria. E' anche necessario che da parte dei paesi industriali si segua un orientamento politico nuovo, in particolare per rimediare all'attuale carenza di coordinamento. Le differenze esistenti nei rapporti risparmio-investimento dei vari paesi producono i loro effetti negativi prima di tutto sui mercati del lavoro, dei capitali e dei beni e stanno mettendo oggi in pericolo le stesse relazioni commerciali internazionali. L'internazionalizzazione dei mercati finanziari amplifica gli effetti negativi di politiche economiche nazionali non coordinate. Se si desidera conseguire l'obiettivo di una maggiore stabilità, i paesi industriali dovranno tenere in maggior conto le ripercussioni esterne delle rispettive politiche economiche; dovranno inoltre essere evitate ampie oscillazioni dei tassi di cambio. Nel 1985 un Rapporto del G-10 sul sistema monetario internazionale trattò questi problemi e propose rimedi specifici; le sue conclusioni furono sostenute da tutti i Ministri del Gruppo. Tuttavia, non si sono finora registrati molti progressi nell'attuazione dei suggerimenti contenuti in quel Rapporto, nonostante le iniziative assunte nell'ambito del FMI e in occasione del Vertice di Tokyo.

Dell'attuale mancanza di coordinamento tra le politiche economiche nazionali si stanno già sprigionando forze centrifughe che indeboliscono l'economia mondiale. Se i paesi industriali non correggeranno con decisione le proprie politiche economiche, non sarà possibile pervenire a condizioni di stabilità valutaria, eliminare gli squilibri esterni e preservare la stabilità finanziaria.

6. In ambito europeo progressi importanti nella costruzione di

una struttura a carattere cooperativo sono stati già compiuti con l'istituzione dello SME.

Gli accordi di cambio dello SME hanno fornito un'importante base istituzionale per il coordinamento delle politiche economiche degli stati membri. Nel corso degli ultimi anni l'obiettivo comune della lotta all'inflazione ha costituito l'unico effettivo puntello del Sistema. In particolare, i risultati conseguiti dalla Germania federale in tale campo hanno conferito a questo paese il ruolo di leader e ne hanno fatto il polo di attrazione del Sistema. Gli altri paesi membri hanno accettato aggiustamenti dei tassi di cambio inferiori ai rispettivi differenziali inflazionistici, rafforzando in tal modo le loro strategie di stabilizzazione, mantenendo una certa pressione del cambio sui prezzi interni. Ciò ha attribuito maggiore credibilità alle loro politiche monetarie.

I controlli sui movimenti di capitale vigenti in alcuni paesi membri hanno offerto a questi ultimi qualche ulteriore margine nella condotta delle politiche di stabilizzazione e hanno ridotto l'intensità degli attacchi speculativi verificatisi in prossimità di riallineamenti; con ciò essi hanno contribuito alla coesione del Sistema. Tuttavia, la progressiva liberalizzazione dei mercati finanziari sta già riducendo l'autonomia monetaria dei singoli paesi. L'ultimo riallineamento di gennaio ha dimostrato che gli accordi di cambio dello SME sono oggi più vulnerabili in presenza di forti shocks finanziari, in particolare di quelli prodotti da modifiche del tasso di cambio del dollaro.

Un ulteriore pericolo per la stabilità del Sistema è costituito dall'ambizioso obiettivo che la CEE si è di recente posta, quello cioè di diventare un mercato totalmente integrato, con la completa libertà di movimento per tutti i fattori di produzione entro il 1992. Gli effetti di queste decisioni si sono già fatti sentire

poiché la maggior parte delle restrizioni sulle transazioni finanziarie (con esclusione delle transazioni monetarie) va via via scomparendo.

Questi sviluppi ci propongono il seguente dilemma. O gli impegni relativi ai tassi di cambio dovranno essere meno vincolanti per consentire un più facile adeguamento agli shocks finanziari, oppure la cooperazione e il coordinamento delle politiche monetarie dovranno essere intensificati.

La prima soluzione contribuirebbe ad allentare le tensioni speculative che si manifestano prima dei riallineamenti e ad accrescere l'autonomia monetaria nel breve periodo. Tuttavia, la struttura e la credibilità del Sistema ne soffrirebbero se si percepisse che la manovra dei tassi di cambio non è finalizzata alla stabilità macroeconomica e non viene perciò sostenuta da una sufficiente coesione monetaria. In ultima analisi essa minerebbe la funzione fondamentale di disciplina svolta dallo SME. Inoltre, se non si riuscisse a raggiungere un maggior grado di coordinamento delle politiche monetarie, drastici e asimmetrici mutamenti di portafoglio potrebbero generare ampi movimenti di capitali e la necessità di più frequenti riallineamenti.

La seconda soluzione postula un generale rafforzamento del coordinamento monetario tra i paesi aderenti allo SME in vista di obiettivi politici comuni. Ciò richiede l'adozione di un quadro di riferimento che promuova la disciplina tra i paesi membri e scoraggi i comportamenti difformi. Più precisamente, questa soluzione esige uno stretto coordinamento delle politiche monetarie quando si verificano pressioni sui tassi di cambio.

Gli ultimi anni hanno non di meno mostrato che la sola cooperazione monetaria non è sufficiente ad assicurare la stabilità del Sistema. Divergenze nelle condizioni economiche di fondo favori-

scono aspettative di riallineamenti ricorrenti. Sarà perciò necessaria, tra i paesi aderenti allo SME, una maggiore convergenza delle rispettive economie conseguite, in particolare attraverso gli altri strumenti di politica macroeconomica. Adesso che i differenziali inflazionistici sono stati considerevolmente ridotti, le politiche economiche degli stati membri, in particolare quelle fiscali, devono essere ancorate ai nuovi obiettivi politici comuni. Diversamente, le differenze strutturali tra le economie dei paesi membri potrebbero provocare andamenti divergenti delle variabili di fondo, minando in tal modo la coesione monetaria.

Al momento attuale, la Comunità Europea non dispone di un chiaro quadro di riferimento per la definizione di obiettivi politici vincolanti, in particolare per ciò che concerne gli stimoli alla crescita economica e l'assorbimento di shocks esterni quali quelli prodotti dalle modifiche del tasso di cambio del dollaro. Una maggiore integrazione dei mercati interni europei dovrà perciò prevedere il rafforzamento dei meccanismi istituzionali riguardanti la cooperazione in materia di politica economica.

Da ultimo, non sembrano esservi alternative all'ampliamento del sistema di coordinamento delle politiche economiche fino ad includervi quelle di tutti i paesi che si sono impegnati ad attuare il mercato integrato entro il 1992. In un'area sempre più integrata nessun paese può restare escluso dal processo decisionale.

7. In conclusione, l'integrazione finanziaria, l'innovazione e lo sviluppo di mercati finanziari globali hanno portato con sé possibilità nuove e considerevoli benefici potenziali.

D'altra parte, si può pensare che questi elementi possano aver contribuito alla instabilità dell'economia mondiale, soprattutto se si considera che la manovra dei tassi di cambio è stata spesso

volta a rimediare all'assenza di coordinamento delle politiche economiche nazionali. Dalle mie osservazioni dovrebbero dunque scaturire alcune considerazioni: in primo luogo la necessità di guidare e controllare il processo di innovazione; in secondo luogo quella di ripristinare un quadro di riferimento politico ispirato alla cooperazione tra i paesi industriali, che renda più facile raccogliere i frutti positivi dell'innovazione finanziaria; in terzo luogo impedire che l'interazione dei mercati finanziari globali con le strutture nazionali normative, fiscali e di vigilanza nazionali compromettano la stabilità finanziaria e provochino distorsioni; infine, la necessità di salvaguardare la correttezza dei comportamenti di mercato e di far sì che il regime di concorrenza apporti veri benefici all'economia reale e all'allocazione delle risorse.

Realizzare questi obiettivi richiederà naturalmente una stretta, continua cooperazione tra le banche centrali e la comunità bancaria privata.