

THE JOHNS HOPKINS UNIVERSITY

Antonio Fazio
Governatore della Banca d'Italia

L'instabilità nei mercati dei cambi

Lezione tenuta in occasione del conferimento della laurea *honoris causa*
da parte della Johns Hopkins University

Bologna, 29 aprile 1995

INDICE

pagina

| | | |
|-----|---|----|
| 1. | I movimenti dei tassi di cambio sono difficili da interpretare | 6 |
| 2. | La natura senza precedenti degli attuali assetti monetari | 9 |
| 2.1 | <i>Evoluzione storica</i> | 9 |
| 2.2 | <i>Quali sono i "fondamentali" nella situazione attuale</i> | 12 |
| 3. | I "fondamentali" sono importanti? | 14 |
| 3.1 | <i>Nel lungo termine i "fondamentali" sono importanti</i> | 14 |
| 3.2 | <i>Fluttuazioni a breve termine e il caso dell'Italia</i> | 15 |
| 4. | Disciplina interna e cooperazione internazionale: il duplice percorso verso la stabilità | 17 |
| 5. | Conclusioni | 22 |

I mesi recenti sono stati caratterizzati da turbolenze monetarie internazionali di inconsueta intensità. Il detonatore della crisi è stato certamente la crisi messicana. Rispetto al dicembre dello scorso anno, il dollaro ha perso, su base ponderata, il 9 per cento del suo valore. La fuga dal dollaro e da altre valute deboli ha accresciuto il valore dello yen del 15 per cento e quello del marco tedesco del 5 per cento. Lo scorso anno, il dollaro aveva perso il 5 per cento del suo valore, mentre lo yen aveva guadagnato il 9 e il marco tedesco il 3 per cento. I movimenti sono stati in linea con le tendenze precedenti, ma sono stati molto più rapidi: in quattro mesi la percentuale di rivalutazione del marco tedesco è stata tripla di quella avvenuta nel corso dei quattro anni precedenti.

Le valute europee più deboli, quali la sterlina, la lira, la peseta spagnola e la corona svedese, hanno anch'esse subito ampie oscillazioni: rispetto al marco tedesco, negli ultimi quattro mesi la lira si è deprezzata del 15 per cento, la corona del 10, la sterlina dell'8 e la peseta del 5.

Nel medio termine, i tassi di cambio reali hanno fluttuato in misura molto minore rispetto ai tassi nominali, ma la loro variabilità è stata, a paragone del passato, estremamente elevata.

La volatilità dei tassi di cambio è salita a livelli raggiunti, in passato, solo in periodi di grande instabilità dell'economia mondiale.

Brusche fluttuazioni dei cambi possono apportare disordine nei mercati finanziari, amplificare la trasmissione internazionale degli shock

macroeconomici e, cosa più importante, comportare prolungati disallineamenti dei tassi di cambio. Ne risultano colpiti sia il livello complessivo dell'attività economica, sia l'allocazione internazionale delle risorse.

Occorre porsi due quesiti. In primo luogo, ci troviamo di fronte a un nuovo problema o a nuovi aspetti di vecchi problemi? In secondo luogo, si tratta di movimenti tali da generare gravi tensioni nelle relazioni monetarie internazionali? La risposta, sebbene difficile, non è necessariamente drammatica. Rimangono, tuttavia, gravi problemi - che sono emersi chiaramente solo di recente, ma che avrebbero già potuto essere individuati in precedenza - i quali esigono una rivisitazione di alcuni aspetti del sistema monetario internazionale.

1. I movimenti dei tassi di cambio sono difficili da interpretare

Vorrei iniziare osservando una caratteristica di questa ondata di instabilità dei cambi, cioè la mancanza di legami evidenti con le attuali condizioni economiche. Nessuno shock di rilievo ha colpito l'economia mondiale. I movimenti dei tassi di interesse sono stati regolari e prevedibili, in alcuni casi perfino annunciati. Ci si sarebbe potuto attendere che questi movimenti rafforzassero il dollaro, poiché il differenziale tra i tassi di interesse a breve americani, da un lato, e tedeschi e giapponesi, dall'altro, è aumentato gradualmente. Consistenti interventi sui cambi da parte delle principali banche centrali non sembrano essere stati molto efficaci nel contrastare la caduta del dollaro.

Il fatto che i movimenti dei tassi di cambio non siano facilmente spiegabili con gli attuali andamenti economici non è di per sé prova di un disallineamento, anche per la difficoltà di determinare il livello del tasso di cambio coerente con i "fondamentali", cioè il tasso di cambio in equilibrio.

In primo luogo, i "fondamentali" sottostanti ai tassi di cambio sono di difficile definizione e non sono neppure i medesimi nelle varie teorie: teoria delle parità dei poteri d'acquisto, teoria dell'"assorbimento", approccio monetario, approccio di portafoglio. Inoltre, anche nel caso si adottasse una specifica teoria, la sua applicazione richiederebbe una serie di assunti supplementari.

In secondo luogo, l'equilibrio del tasso di cambio dipende sia dai "fondamentali" attuali, sia da quelli *attesi*. Poiché i "fondamentali" futuri influenzeranno il tasso di cambio futuro, le aspettative su di essi danno luogo a movimenti nel tasso di cambio atteso, che si ripercuotono sul suo livello corrente. Di conseguenza, un livello del tasso di cambio incoerente con l'attuale comportamento dei "fondamentali" non comporta necessariamente una deviazione dal tasso di cambio di equilibrio.

Sappiamo, ciò nonostante, che consistenti e persistenti disallineamenti nei tassi di cambio rappresentano un rischio concreto e un innegabile dato di fatto.

L'analisi teorica ha fatto emergere una serie di ragioni plausibili - che non si escludono a vicenda - sul perché i tassi di cambio osservati possono divergere dai "fondamentali".

Ampie fluttuazioni dei cambi possono derivare in primo luogo dalle diverse velocità di aggiustamento nel mercato monetario e in quello dei beni. Quando l'economia è colpita da uno shock, i prezzi dei beni tendono ad

aggiustarsi più lentamente rispetto alle condizioni del mercato monetario. In un regime di libertà dei movimenti di capitale ciò comporta un afflusso o un deflusso di capitali che, a sua volta, porta a movimenti dei tassi di cambio molto più ampi di quelli richiesti dal nuovo equilibrio di lungo periodo.

Forti deviazioni del tasso di cambio dal livello coerente con i "fondamentali" correnti possono anche essere conseguenza di "bolle" speculative. Queste si manifestano quando il tasso di cambio devia dal sentiero di equilibrio, seguendo una variabile che non appartiene ai "fondamentali" ma che gli operatori economici ritengono importante per la determinazione del tasso di cambio. Questo comportamento può essere considerato irrazionale, poiché si basa sull'andamento di una variabile che non dovrebbe aver influenza sul tasso di cambio. Eppure, ciascuno si comporta in maniera apparentemente razionale, perché sconta, nel formare le proprie aspettative, l'esistenza della "bolla". Prima o poi, le "bolle" scoppiano, ma prima che ciò accada esse possono produrre effetti duraturi sull'economia ed essere così causa di preoccupazione.

Infine, il valore di una moneta può divergere dai "fondamentali" correnti a causa di aspettative di un evento di ampia portata, come un "disastro" finanziario che, per quanto improbabile, modificherebbe radicalmente, qualora si verificasse, il valore dei "fondamentali". In tale situazione, il tasso di cambio è in equilibrio: gli agenti scontano razionalmente i cambiamenti futuri nei "fondamentali", per quanto essi appaiano improbabili. Di conseguenza, risulta di fatto impossibile distinguere il sentiero seguito dal tasso di cambio da quello connesso a una "bolla": si osserva soltanto un disallineamento del tasso di cambio rispetto ai "fondamentali" *correnti*.

2. La natura senza precedenti degli attuali assetti monetari

2.1 Evoluzione storica

L'attuale sistema monetario non ha precedenti, in quanto nessuna valuta è legata in alcun modo a una merce (oro o altri metalli preziosi). Si tratta di una svolta "epocale" nell'evoluzione degli assetti monetari, che ha importanti implicazioni teoriche e di politica economica. L'introduzione graduale nel sistema di elementi fiduciari, a partire dal periodo interbellico, è culminata nel crollo del sistema di Bretton Woods e nell'abbandono di qualunque forma di convertibilità. L'attuale sistema di moneta fiduciaria ha perso così ogni ancora, diventando in tal modo più vulnerabile a derive inflazionistiche.

I primi trent'anni dopo la seconda Guerra mondiale furono contraddistinti da una crescita economica eccezionale, in un contesto di stabilità economica. Furono anni di grande espansione nelle comunicazioni e nel commercio mondiale, che hanno anche visto aumenti, rispetto al PIL, della spesa pubblica e dell'imposizione fiscale in tutti i paesi industriali. La crescita della spesa pubblica, come quella degli scambi, è al tempo stesso effetto e causa della crescita del reddito e della ricchezza. L'aumento delle dimensioni del settore pubblico ha contribuito in vario modo alle inefficienze nell'uso delle risorse, fino a influire sul tasso di inflazione monetaria.

Il crollo del sistema di Bretton Woods fu il risultato di una concomitanza di diversi fattori: l'accresciuta rigidità delle parità di cambio rispetto agli andamenti macroeconomici; le pressioni sui salari rivenienti dal raggiungimento della virtuale piena occupazione in alcuni dei principali paesi; l'incapacità degli Stati Uniti di adattare le proprie politiche economiche al ruolo di ancora del dollaro nel sistema.

L'ondata inflazionistica degli anni settanta non è disgiunta da questi sviluppi e, per un certo periodo, la sua persistenza ha riaperto l'interesse per standard monetari metallici. Questa reazione è del tutto comprensibile, ma non deve indurci a dimenticare gli inconvenienti della moneta-merce. Oltre all'evidente costo in termini di risorse, in questo sistema la massa monetaria è soggetta all'imprevedibilità delle condizioni di offerta. Mentre con il più classico e rigido sistema del *gold standard* il livello dei prezzi risultava nel lungo periodo molto stabile, nel breve periodo i prezzi e l'attività economica erano soggetti a fluttuazioni molto ampie.

Il lungo processo evolutivo verso la moneta inconvertibile, che iniziò dopo la prima Guerra mondiale, è stato stimolato sia da un insieme di circostanze, sia da una consapevole innovazione teorica. Sotto quest'aspetto, il contributo di Keynes è determinante. Keynes si è costantemente interessato al sistema monetario e alle sue interazioni con l'attività economica e l'occupazione. Dalla sua prima importante pubblicazione, *Indian Currency and Finance* (1913), fino ai suoi ultimi scritti sui negoziati di Bretton Woods, questo argomento lo ha interessato quasi ininterrottamente. Non è una semplice coincidenza che il libro che ha inferto un duro colpo, dal punto di vista analitico, al *gold standard* sia stato il *Tract on Monetary Reform* (1923), in cui egli ha introdotto l'idea di una "moneta manovrata", ossia il concetto moderno di politica monetaria, ed ha auspicato l'abbandono dell'oro, un "vestigio barbarico", al fine di "salvaguardare la stabilità dell'attività economica, dei prezzi e dell'occupazione" (1923, pagg. 172-173).

Un obiettivo primario era, dunque, quello di dare maggiore elasticità all'offerta di moneta, per soddisfare i bisogni di un'economia in crescita. Tuttavia, l'opinione prevalente era in favore di una moneta-merce. Guardando

in retrospettiva, abbiamo ora una decisiva evidenza empirica sul ruolo svolto dal sistema monetario di allora nell'esacerbare la Grande depressione. Tuttavia, non solo i *policy-makers* ma anche gli economisti respingevano allora l'introduzione di una moneta completamente fiduciaria.

L'approccio di Keynes ribaltò l'opinione comune sul ruolo della moneta nell'economia, a livello sia interno che internazionale. Presentando il proprio programma di Bretton Woods alla Camera dei Lord il 23 maggio del 1944, Keynes così enfatizzava la novità delle proprie idee:

"Il programma introduce ... un'innovazione epocale in uno strumento internazionale, il cui obiettivo è fissare principi solidi e ortodossi. Anziché mantenere il principio che il valore interno di una moneta nazionale debba conformarsi a un valore esterno predeterminato *de jure*, il programma stabilisce che il valore esterno della moneta sia modificato, ove necessario, in modo da conformarlo a qualsiasi valore interno *de facto*, derivante questo dalle politiche interne che, a loro volta, dovranno essere immuni da critiche da parte del Fondo. In verità, il Fondo è incaricato di approvare i cambiamenti che avranno questo effetto" (*Collected Writings*, vol. XXVI, pagg. 18-19).

Queste importanti innovazioni non erano prive di svantaggi. In passato, il convincimento che una moneta-merce fosse necessaria alla funzionalità del sistema monetario - il "mito" del *gold standard* - aveva comunque avuto un ruolo cruciale nello stabilizzare le aspettative. La piena fiducia nella convertibilità, insieme alle connesse "regole del gioco",

rafforzavano la credibilità di un potere di acquisto stabile nel lungo termine. Queste regole venivano sospese in presenza di shock macroeconomici di particolare intensità. Tuttavia, la certezza del loro ripristino contribuiva a creare un credibile contesto non inflazionistico. Ma, una volta che la possibilità di una "moneta manovrata" è ammessa, o addirittura auspicata, al fine di aumentare il benessere sociale, l'intera struttura istituzionale, incluso il requisito di convertibilità, entra in discussione.

2.2 *Quali sono i "fondamentali" nella situazione attuale*

I sistemi monetari attuali richiedono un ripensamento, una ridefinizione del concetto dei "fondamentali". La moneta inconvertibile è ora comunemente accettata in tutto il mondo, ossia non è più considerata un espediente temporaneo. Inoltre, i capitali sono completamente liberi di muoversi tra i mercati e i paesi. In altre parole, la sovranità monetaria e la mobilità dei capitali sono ora illimitate.

Nel sistema monetario attuale, le aspettative sul valore della moneta non possono essere ancorate a un chiaro e semplice meccanismo di formazione dei prezzi: esse dipendono da un'ampia e assai complessa serie di fattori. Tra questi, i più importanti sono costituiti dalle prospettive di crescita stabile dell'economia, dall'atteggiamento delle autorità verso l'inflazione e, più in generale, dall'impegno di un paese ad attuare politiche economiche rigorose. La percezione che gli investitori hanno di questi fattori è anche influenzata, e a volte determinata, da eventi meramente politici.

Alcuni hanno anche sostenuto che, in un mondo di moneta inconvertibile che fluttua liberamente, i tassi di cambio sono indeterminati. Non

voglio affatto spingermi così avanti, perché ritengo che il ruolo di transazione della moneta, specialmente come mezzo di regolamento delle transazioni, assicuri che, in ambito nazionale, la domanda di moneta sia piuttosto stabile.

Tuttavia, nel mondo in cui viviamo, l'indeterminatezza dei tassi di cambio è probabilmente molto più ampia di quanto eravamo abituati a pensare. Ciò rimarrebbe vero anche se la mobilità dei capitali fosse ancora soggetta a vincoli. La mobilità dei capitali, peraltro, fa effettivamente una differenza, per almeno due ragioni.

Innanzitutto, quando aumenta la quota di una valuta nazionale detenuta a livello internazionale per fini esclusivamente di portafoglio, acquistano maggiore importanza fattori come le prospettive di crescita stabile e di disponibilità di risparmio.

In secondo luogo, abbiamo imparato a nostre spese che con la libera mobilità dei capitali gli andamenti effettivi della bilancia dei pagamenti complessiva sono divenuti molto meno prevedibili, almeno nel breve termine. L'ampiezza della liquidità internazionale, le possibilità di indebitamento di cui gli investitori internazionali dispongono grazie ai mercati dei prodotti derivati, il livello trascurabile dei costi di transazione, raggiunto grazie al progresso tecnologico, sono tutti fattori che, nel loro insieme, comportano che i flussi speculativi di capitale, indipendentemente dalla loro causa, siano molto difficili da contrastare, e ancor più da invertire. Inoltre, il fatto che una quota crescente del risparmio mondiale sia gestita da un piccolo numero di grandi intermediari che adottano lo stesso modello comportamentale può portare a movimenti "a senso unico" nei mercati finanziari.

3. I "fondamentali" sono importanti?

3.1 *Nel lungo termine i "fondamentali" sono importanti*

Non esiste teoria che possa *prima facie* spiegare le tendenze recenti dei mercati valutari. In particolare, è difficile conciliare queste convulsioni incontrollate con l'andamento dei "fondamentali" che, si ritiene, si modificano lentamente. Tuttavia, non si dovrebbe cedere alla tentazione di addebitare le turbolenze attuali alla "irrazionalità" degli operatori del mercato. Infatti, se ampliamo la nostra prospettiva, in particolare se allunghiamo il periodo di riferimento, possiamo notare che i "fondamentali" sono rilevanti.

Infatti, se consideriamo l'andamento dei cambi nell'ultimo ventennio circa, appare esserci una stretta correlazione tra la posizione verso l'estero di ognuno dei tre principali paesi - Stati Uniti, Giappone e Germania - e il valore delle proprie monete. La posizione netta sull'estero di un paese è determinata dai saldi cumulati della sua bilancia dei pagamenti corrente; essa fornisce un'indicazione sull'adeguatezza del risparmio rispetto all'investimento; dunque, sulla capacità dell'economia di competere, crescere e prosperare.

Da questa prospettiva è facile vedere come il declino nel valore del dollaro dalla metà degli anni ottanta sia coerente con l'accumulo da parte dell'economia americana di passività esterne nette, che ammontavano a circa l'11 per cento del PIL alla fine del 1994. Tra la fine degli anni settanta e la fine di quell'anno, il dollaro - sebbene con ampie oscillazioni - si è deprezzato di circa il 60 per cento rispetto allo yen e di circa il 9 per cento rispetto al marco tedesco. Nello stesso periodo, lo yen e il marco si sono apprezzati rispettivamente del 160 e del 25 per cento in termini nominali effettivi; questo notevole apprezzamento ha riflesso il contemporaneo accumulo di attività

esterne nette, che rappresentano ora circa il 16 per cento del reddito in Giappone e circa il 9 per cento in Germania.

Da questo punto di vista, l'attuale debolezza del dollaro non è così sorprendente. Si prevede che il deficit delle partite correnti degli USA possa raggiungere nel 1995 l'importo di circa 180 miliardi di dollari, e che si elevi fino a 200 miliardi annualmente, da qui al 2000. Ciò nonostante, il dollaro ricopre tuttora un ruolo centrale sia come valuta di denominazione delle transazioni commerciali sia come attività di riserva.

3.2 *Fluttuazioni a breve termine e il caso dell'Italia*

L'analisi che precede non può spiegare brusche accelerazioni e decelerazioni dei tassi di cambio. Non può neanche spiegare perché l'attuale turbolenza abbia colpito così fortemente monete il cui paese d'emissione non soffre di un *deficit* corrente strutturale o di una ampia posizione debitoria verso l'estero.

Tale è chiaramente il caso dell'Italia e della lira. Il tasso di cambio nominale effettivo della lira è sceso, nel corso dei primi quattro mesi del 1995, del 13 per cento. Se a questa cifra si aggiunge la svalutazione già accumulata nel 1994, si ottiene un deprezzamento nominale effettivo di circa il 17 per cento rispetto alla fine del 1993.

Eppure l'economia italiana si sta comportando più che bene, sotto diversi profili. Il PIL è aumentato del 2,2 per cento nel 1994 - più di quanto fosse previsto all'inizio dell'anno - e aumenterà ancora più velocemente nel 1995. La parte corrente della bilancia dei pagamenti ha chiuso lo scorso anno con un avanzo di 25 mila miliardi di lire, pari all'1,5 per cento del PIL. Il saldo

continuerà a rimanere positivo nei prossimi anni. La posizione esterna globale dell'Italia è migliorata notevolmente negli ultimi due anni: alla fine del 1994, il debito netto nei confronti dell'estero è pari a circa 130 mila miliardi di lire, al di sotto dell'8 per cento del PIL; si prevede che scenderà ulteriormente, fino ad azzerarsi nei prossimi anni.

Grazie all'accordo sulla politica dei redditi del luglio del 1993, gli aumenti dei salari sono stati mantenuti in linea con l'obiettivo di inflazione stabilito dal Governo. Allo stesso tempo, la produttività del lavoro nel settore manifatturiero è aumentata di circa il 7 per cento. Il risultato globale è stato una diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto, dell'ordine del 3 per cento nel 1994.

Nonostante il forte deprezzamento della lira, l'inflazione rimane sotto controllo. L'attenzione a tutti gli indicatori in grado di segnalare per tempo tensioni sui prezzi ha permesso di agire sollecitamente per contrastare l'insorgere di un nuovo processo inflazionistico. Il tasso di sconto è stato aumentato due volte, nell'agosto 1994 e nel febbraio scorso. L'offerta di moneta ha subito un forte rallentamento, registrando una crescita inferiore al 3 per cento nel 1994 e ancora meno rapida negli ultimi mesi.

Il maggior fattore di debolezza del nostro Paese è rappresentato dallo stato dei conti pubblici. Tuttavia, l'Italia è l'unico paese nell'ambito G-7 che dal 1992 abbia registrato un avanzo primario; nel 1995 l'avanzo primario dovrebbe superare il 3 per cento del PIL. Al fine di conseguire l'obiettivo di 138 mila miliardi di lire previsto per il disavanzo di bilancio nel 1995, il Parlamento ha approvato lo scorso mese una manovra correttiva il cui impatto è valutato intorno all'1,2 per cento del PIL. Nei primi quattro mesi del 1995 il fabbisogno

del settore statale è stato inferiore di circa 8.500 miliardi rispetto ai primi quattro mesi del 1994.

Sulla base delle tendenze attuali, è probabile che, nel corso del 1995, il deficit rimanga al di sotto dell'obiettivo originario, nonostante i tassi di interesse siano al momento di circa 3 punti percentuali più alti delle previsioni. Se tale ipotesi si rivelasse corretta, per la prima volta in 15 anni il rapporto fra debito pubblico e PIL, che al momento è pari a circa il 124 per cento, cesserebbe di crescere. Una valutazione dell'impatto economico dell'elevato livello del debito pubblico italiano dovrebbe tener conto che la quasi totalità dello stesso è detenuta da italiani e che il saggio di risparmio del settore delle famiglie rimane molto superiore alla media dei paesi industriali.

Così, l'esperienza italiana di questi mesi conferma che, se i "fondamentali" di natura strettamente economica potranno giocare un ruolo importante nel lungo periodo, a breve termine altri fattori, inclusi quelli di carattere soltanto politico, possono influenzare le aspettative sul tasso di cambio e il comportamento degli agenti economici nell'allocazione del risparmio.

4. Disciplina interna e cooperazione internazionale: il duplice percorso verso la stabilità

Considerazioni teoriche e l'esperienza pratica ci portano a concludere che in un mondo che si basa sulla moneta fiduciaria, la fiducia nella stabilità della moneta deve essere continuamente poggiata su appropriate politiche economiche.

La moneta fiduciaria trae la propria legittimità dalla percezione di affidabilità delle autorità, monetarie e politiche, del paese che la emette. La sua gestione non può essere lasciata solo alle forze di mercato.

Ogni regime monetario deve riconciliare due obiettivi; credibilità e flessibilità, combinando ciò con un alto livello di cooperazione internazionale.

La credibilità si riferisce in primo luogo alla banca centrale che è responsabile della gestione della moneta. Ma la banca centrale è, come diceva Adam Smith, parte dello Stato; non può influenzare il bilancio o l'uso delle risorse del paese. Come ho già detto, il buon uso delle risorse del paese è un fattore fondamentale per la crescita stabile e per la prosperità.

Il valore di una moneta nei mercati internazionali riflette, tra l'altro, la fiducia che gli investitori ripongono in tutte le passività denominate in quella moneta. Queste includono la moneta emessa dalla banca centrale, la base monetaria, che controlla anche l'ammontare di moneta generata dal sistema bancario attraverso la concessione di prestiti al settore privato; il valore e rendimento reale dei prestiti contribuiscono in modo sostanziale al valore della moneta. Infine, vi sono i titoli emessi direttamente dallo Stato. Il loro ammontare e le loro caratteristiche sono correlate alla politica di bilancio e all'uso delle risorse da parte del settore pubblico.

Un settore produttivo privato che sia ampio ed efficiente è la base per consentire il servizio del debito pubblico. Questa è comunque una condizione necessaria ma non sufficiente per sostenere il debito pubblico. Occorre una sana politica di bilancio che assicuri entrate appropriate e adeguate e un uso efficiente delle risorse da parte dello Stato.

Come ho già ricordato in precedenza, la moneta fiduciaria si è affermata come regime monetario a livello mondiale all'indomani della Grande

depressione; fu una risposta al bisogno di maggiore flessibilità nella gestione dell'offerta di moneta. Il sistema di Bretton Woods non aveva lo scopo di invertire la tendenza verso una moneta puramente fiduciaria. Piuttosto rappresentava, essenzialmente, uno schema volto a far sì che l'autonomia nella conduzione delle politiche economiche nazionali non contrastasse con il mantenimento di stabili condizioni economiche internazionali.

Il collasso del sistema di Bretton Woods ha determinato una grave carenza di cooperazione e di credibilità. Ci si sarebbe potuto attendere forse che la perdita di credibilità sarebbe stata più che compensata dall'aumento di flessibilità, creando una situazione di maggiore benessere sociale. La flessibilità che il regime di moneta fiduciaria ha consentito a livello interno è molto minore rispetto a quanto previsto, in un contesto di completa mobilità dei capitali e di accresciuta integrazione delle economie. Ciò trova conferma nell'uniformità dei tassi di interesse reali a lungo termine nei paesi industriali. Se vogliamo preservare la vitalità del sistema attuale, per la crescita e la prosperità di ciascuna e di tutte le nazioni, dovremo impegnarci per migliorare le relazioni monetarie tra Stati sovrani.

Alcuni sembrano ritenere che tale problema possa essere risolto semplicemente attraverso la politica del "mettere ordine in casa propria". Chiaramente, le aspettative non saranno stabilizzate nel lungo periodo se in ogni paese non è presente un'adeguata disciplina nella politica di bilancio, nonché in quelle salariale e monetaria.

Tale strategia è tuttavia destinata a fallire se non è accompagnata da una più stretta cooperazione a livello internazionale. Tenere in ordine la propria casa, infatti, è una condizione necessaria, ma assolutamente non sufficiente per ottenere stabili relazioni economiche e monetarie a livello internazionale. Gli

Stati-nazione sono oggi più interdipendenti, non soltanto nel senso tradizionale del termine, secondo il quale i comportamenti di una nazione hanno effetti sulle economie delle altre, ma anche perché essi possono essere tutti colpiti dalle onde d'urto provenienti da un mercato finanziario transnazionale ampio e ben organizzato.

Esiste una parte importante del sistema bancario mondiale, e più in generale dei mercati finanziari, che opera oltre i confini nazionali. Il suo comportamento, in termini di quantità di moneta e credito creati e scambiati sfugge sostanzialmente al controllo di qualsiasi autorità nazionale o internazionale.

E' come se stessimo sperimentando su scala mondiale i problemi che ogni paese ha dovuto affrontare come conseguenza dell'ispessimento delle strutture finanziarie interne. In effetti, lo sviluppo di sistemi bancari nazionali molto articolati fu fonte di preoccupazioni - a livello macroeconomico, allocativo e prudenziale - difficili da individuare, e ancor più da affrontare e risolvere. La risposta istituzionale, di effettiva soluzione del problema a livello nazionale, fu lo sviluppo delle banche centrali.

Questa soluzione non può essere trasferita in modo diretto nel campo internazionale. Come sappiamo, alla base della legittimità e dell'efficacia ultima dell'operato delle banche centrali, vi è la loro appartenenza in senso lato, al sistema dei poteri dello Stato. Singolarmente, esse possono fare ben poco quando i problemi da affrontare sono, come nel caso della globalizzazione dei mercati finanziari, di natura sopranazionale. Su scala mondiale la sola via percorribile è la cooperazione tra istituzioni nazionali sovrane.

Diversi aspetti di tale cooperazione devono essere considerati. In primo luogo, allorché le economie interessate sono sufficientemente grandi, il

perseguimento di scopi puramente nazionali, indipendentemente da quanto validi essi possano apparire da un punto di vista interno, può generare impulsi indesiderabili all'economia mondiale, con ondate di ritorno negative anche a livello nazionale. In secondo luogo, occorre valutare con attenzione l'attuabilità di accordi volti ad accrescere la liquidità in situazioni di emergenza. E' da notare a questo riguardo che, in ambito nazionale, è stato necessario che l'attività di prestito di ultima istanza fosse accompagnata dallo sviluppo della vigilanza sul sistema creditizio.

~~Considerati gli attuali ampi squilibri di parte corrente e i crescenti disavanzi di bilancio in molti paesi, le fluttuazioni dei tassi di cambio sono destinate a continuare nel prevedibile futuro. Ciò nonostante, pur agendo con pragmatismo, l'obiettivo di ridurre l'instabilità e i disallineamenti dei tassi di cambio non deve essere trascurato.~~

La libertà dei movimenti di capitale è stata promossa, in seguito alla liberalizzazione degli scambi di beni e servizi, allo scopo di conseguire una migliore allocazione mondiale del risparmio e delle risorse. Recentemente, tuttavia, in alcuni casi i movimenti di capitale sono stati semplicemente il risultato di transazioni volte al conseguimento di profitti di breve termine. Tali movimenti possono produrre ampie oscillazioni nella quantità di moneta a livello mondiale, completamente svincolate dall'economia sottostante e al di là del controllo di qualsiasi autorità nazionale e sopranazionale.

Un mondo caratterizzato da oscillazioni dei tassi di cambio fuori controllo e ampiamente imprevedibili non agevolerà la crescita né un'allocazione ottimale delle risorse a livello mondiale; condurrà piuttosto a turbolenze monetarie che, infine, potrebbero danneggiare l'economia mondiale.

5. Conclusioni

Avendo in mente i vincoli di medio periodo connessi alla posizione netta sull'estero, al fine di rafforzare il valore della moneta, i paesi le cui economie sono appesantite da ampi squilibri interni, come l'Italia, non possono ulteriormente rinviare le necessarie azioni correttive. Le debolezze strutturali rendono questi paesi un bersaglio privilegiato degli attacchi speculativi.

L'equilibrio della posizione esterna netta deve sostituire il vincolo tradizionale - suggerito dal sistema di Bretton Woods - dell'equilibrio delle partite correnti.

Lo sviluppo dei mercati dei capitali permette di aggirare il vincolo esterno nel breve termine, ma nel medio periodo esso vale comunque, e deve essere possibile remunerare il capitale estero investito a lungo termine nel Paese.

In Italia, la riforma del sistema pensionistico è di primaria importanza, non soltanto per l'aggiustamento della finanza pubblica. E' questo un altro passo per riportare l'economia italiana, i cui "fondamentali" restano buoni - soprattutto per quanto concerne il livello del risparmio e l'efficienza e redditività del settore produttivo - su un cammino di crescita sostenibile.

Nell'ambito della politica monetaria, il principale impegno oggi dovrebbe essere orientato alla messa a punto di nuove soluzioni che compensino l'attuale forse insufficiente credibilità, mantenendo un grado accettabile di flessibilità. Mentre la disciplina dello standard metallico era tanto severa da piegare le politiche economiche verso l'obiettivo di un potere di acquisto stabile, il regime della moneta fiduciaria può giungere all'altro estremo e mancare di qualsiasi forma di disciplina intrinseca.

A livello internazionale, le proposte di tassi di cambio fissi, o *pegged*, devono tener conto di questa novità al fine di evitare atteggiamenti intellettuali che sono completamente estranei all'attuale quadro istituzionale. I "fondamentali" contano, a lungo termine. Essi devono ormai essere intesi come comprensivi di tutti quei fattori che possono agire sulla fiducia degli investitori nel valore futuro della moneta. Tra questi: la posizione esterna netta del Paese; la dimensione del debito pubblico; l'evoluzione del costo del lavoro e l'orientamento anti-inflazionistico delle autorità. Dobbiamo forse accettare una maggiore volatilità a breve termine dei tassi di cambio come un fatto normale.

Nell'attuale regime monetario, si tratta di ristabilire la prevedibilità a lungo termine dei prezzi. A tal fine, sono indispensabili sia la disciplina interna sia la cooperazione internazionale. Se i confini del mercato coincidono con quelli geografici del mondo intero, come è certamente il caso nel contesto attuale, specialmente per le transazioni finanziarie dovranno essere trovate soluzioni che governino le forze e gestiscano i problemi che trascendono i singoli paesi. Il raggiungimento di un nuovo equilibrio tra credibilità e flessibilità è la sfida per il futuro del sistema monetario, sia a livello internazionale sia nazionale.