

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO

Convegno internazionale per i 50 anni di  
Quarterly Review / Moneta e Credito

**La finanza globale:  
efficienza e instabilità**

Intervento del Governatore della Banca d'Italia  
Antonio Fazio

Roma, 20 novembre 1997

## **Sommario**

1. <i>La finanza globale</i> .....	7
2. <i>Efficienza e stabilità</i> .....	8
3. <i>L'Italia nella finanza internazionale</i> .....	11
4. <i>Alcune considerazioni conclusive</i> .....	13

Dopo la grande crisi degli anni trenta e la seconda guerra mondiale, il nuovo ordine monetario scaturito dagli Accordi di Bretton Woods, insieme con la liberalizzazione e con lo sviluppo del commercio internazionale, gettava le basi per un lungo periodo di crescita dell'economia mondiale nella stabilità.

Dal 1950 al 1973 l'aumento medio del prodotto lordo, nel mondo, fu del 4,9 per cento; nei paesi industriali del 4,4; più rapida fu la crescita dell'economia nell'America Latina, in Asia, in Oceania. L'inflazione si mantenne poco al di sopra del 3 per cento nei paesi industriali e inferiore al 5 nel mondo.

Gli effetti devastanti della grande crisi sull'attività economica avevano minato la visione classica dell'economia, incentrata sull'ipotesi di equilibrio, che vincolava l'azione dei *policy makers* alle rigide regole del *gold standard*. Seguendo Keynes, nel nuovo ordine monetario alle politiche economiche veniva assegnato un ruolo preminente nella regolazione del ciclo. I movimenti dei capitali erano assoggettati a controlli, al fine di consentire una manovra dei tassi di interesse per il conseguimento degli obiettivi interni.

Il processo di liberalizzazione degli scambi commerciali si contrapponeva a una segmentazione, tra paesi, del mercato del risparmio e delle attività finanziarie. Eventuali squilibri di parte corrente verso l'estero dovevano essere prontamente corretti mediante una politica fiscale che ristabilisse l'eguaglianza tra risparmio e investimento.

Il sistema entrò in crisi nell'agosto del 1971, con la sospensione della convertibilità del dollaro in oro. Le premesse della crisi erano state poste dagli squilibri nei conti pubblici e nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, che generavano una offerta di dollari non compatibile con il ruolo di ancora monetaria di quella valuta. Vi avevano contribuito le politiche economiche che nella generalità dei paesi davano maggiore rilievo a obiettivi interni di crescita e occupazione; l'aumento del peso dei bilanci pubblici sulle economie; l'iniziale sviluppo dei mercati finanziari internazionali e il crescente flusso di *hot money* che intaccavano l'efficacia dei vincoli ai movimenti di capitale.

In un contesto caratterizzato da politiche monetarie ancora attente al controllo dei tassi di interesse, piuttosto che a quello dei flussi di credito e della quantità di moneta, l'esperienza di cambi flessibili finì col tradursi in un aumento dell'inflazione nei paesi industriali e in tutto il mondo. L'espansione monetaria nei grandi paesi industriali proseguiva, a un ritmo annuo del 13 per cento. La crisi petrolifera impressa alle economie impulsò a un tempo inflazionistici e recessivi.

Tra il 1973 e il 1980 il tasso medio annuo di aumento del prodotto interno lordo nei paesi industriali scendeva intorno al 2,5 per cento; l'inflazione saliva in media al 10 per cento.

Con l'eccezione della Germania, dove la politica monetaria si era orientata con più decisione a controllare l'inflazione, gli anni settanta furono caratterizzati da tassi di interesse fortemente negativi in termini reali.

La svolta impressa da Paul Volcker nel 1979 alla politica monetaria degli Stati Uniti privilegia il controllo delle quantità di credito e moneta; i tassi di interesse si innalzano repentinamente; eccedono ampiamente il tasso di inflazione. Il movimento si estende a tutti i principali paesi.

## 1. La finanza globale

Negli anni ottanta, alla flessibilità dei cambi fra le principali aree del globo si associa una progressiva rimozione degli ostacoli alla libera circolazione dei capitali. La crescita nei paesi industriali non supera quella del decennio precedente; si abbassa negli anni novanta.

Il persistere di disavanzi pubblici e gli ampi squilibri nei conti con l'estero, la rapida evoluzione delle tecnologie telematiche, l'innovazione finanziaria, l'attività di operatori che raccolgono e impiegano risparmio su scala mondiale sono tutti fattori che contribuiscono alla formazione di un mercato unico, globale, delle monete e della finanza. I prodromi di questa evoluzione si ritrovano nello sviluppo del mercato dell'eurodollaro, che negli anni settanta aveva tratto impulso dal riciclaggio dei surplus dei paesi produttori di petrolio.

Diviene possibile nel nuovo contesto, per ogni sistema economico, distribuire su un arco temporale più esteso le misure volte a correggere gli squilibri dei conti pubblici e soprattutto delle bilance dei pagamenti; non è più necessario eguagliare, in ogni periodo, risparmio e investimento.

Alimentano il mercato globale il progressivo accumulo di debito estero da parte degli Stati Uniti e la formazione di una posizione attiva netta da parte della Germania e del Giappone. In tutti i principali paesi industriali, con l'eccezione del Regno Unito, continua a crescere il peso del debito pubblico sull'economia.

Sul mercato si costituiscono attività e passività lorde a un ritmo sensibilmente più rapido dell'incremento del prodotto. Dal 1982 al 1995 le passività complessive dei sei più grandi paesi industriali aumentano da 25.000 a 110.000 miliardi di dollari: da 4 a 6 volte il prodotto dell'area. Nello stesso arco di tempo cresce il grado di integrazione finanziaria; le passività verso l'estero raggiungono attualmente il 60 per cento del prodotto. L'espansione delle transazioni su cambi e su titoli è molto rapida.

Le favorevoli opportunità di investimento sospingono ingenti flussi di capitali verso le economie emergenti; a ritmi sostenuti di crescita fanno spesso riscontro disavanzi elevati della bilancia dei pagamenti e tassi di cambio stabili. Gli investimenti esteri in questi mercati tra il 1990 e il 1995 passano da 50 a 200 miliardi di dollari annui.

Nel complesso dell'area dell'OCSE le attività gestite dagli investitori istituzionali crescono, nello stesso periodo, da 14.000 a 23.000 miliardi di dollari, dall'85 al 102 per cento del prodotto.

Questi intermediari gestiscono portafogli tendenzialmente globali, assumendo rischi tecnicamente complessi; possono modificare con estrema rapidità la composizione dei propri attivi anche in vista di guadagni di lieve entità; sfruttano le opportunità di arbitraggio derivanti da segmentazioni di natura fiscale o da disallineamenti tra piazze finanziarie diverse.

## **2. Efficienza e stabilità**

Il risparmio può ora dirigersi, in misura maggiore che in passato, verso gli investimenti ritenuti più profittevoli. Ne discendono un'allocazione più efficiente delle risorse disponibili, un sostegno all'accumulazione del capitale, un miglioramento delle prospettive di crescita soprattutto delle economie arretrate.

L'espansione dei finanziamenti ai paesi in via di sviluppo, in cui maggiore è il rendimento del capitale, è certamente un indice di efficienza dei mercati; ripropone però il problema della sostenibilità del debito estero di questi paesi e dei rischi che ne derivano per la stabilità anche del sistema finanziario internazionale.

La crisi del Messico e quella ancora non superata del Sud-Est asiatico, al pari di quella dell'America Latina nei primi anni ottanta, hanno messo in luce come il forte afflusso di fondi possa prolungare il mantenimento di condizioni economiche non sostenibili. L'ancoraggio della moneta nazionale a valute di riferimento forti, in presenza di politiche economiche inadeguate, provoca l'apprezzamento del cambio reale, ponendo le premesse di una crisi. Vi concorre una insufficiente supervisione sulle banche e sui mercati.

L'elevata liquidità dei mercati mobiliari, la convinzione di poter cedere i titoli senza perdite di rilievo possono indurre a una errata percezione del rischio. Aspettative diffuse di interventi degli organismi internazionali possono accentuare negli operatori comportamenti non coerenti con l'alea degli investimenti.

Diviene sempre più importante da una parte garantire condizioni economiche di fondo sane e ordinate, dall'altra rafforzare e rendere più efficace la sorveglianza sugli intermediari e sui mercati, anche a livello sovranazionale, al fine di prevenire l'insorgere di crisi di natura sistemica.

Le politiche monetarie restrittive attuate nei paesi industriali hanno ricondotto negli anni ottanta l'inflazione al 5,8 per cento medio annuo, dal 10 negli anni settanta. Nel decennio in corso gli obiettivi sono divenuti più ambiziosi; l'inflazione è discesa ancora, al 3,1 per cento annuo. Nell'ultimo triennio la dinamica dei prezzi è diminuita sensibilmente anche nelle economie dell'Est europeo e soprattutto nell'America Latina.

Gli anni ottanta e novanta, nei paesi industriali, si caratterizzano per il forte innalzamento dei tassi di interesse reali. L'aumento fu di circa 6 punti percentuali nei primi anni ottanta, in risposta al mutamento di indirizzo della politica monetaria negli Stati Uniti. Da livelli medi intorno al 5 per cento nella prima metà degli anni

ottanta, i tassi a lungo termine depurati per l'inflazione si collocano oggi, escludendo il Giappone, ancora intorno al 4 per cento, al di sopra del ritmo di crescita dell'economia.

Sugli alti tassi di interesse in termini reali si riflettono l'elevatezza dei rendimenti ottenibili dagli investimenti nei paesi emergenti e i crescenti rischi di natura finanziaria che, pur originati in segmenti nazionali, si riverberano sull'intero sistema. Su di essi influisce ancor più la forte espansione dell'ammontare dei titoli privati e soprattutto pubblici, in presenza di una costanza o anche di una lieve riduzione della incidenza della moneta sul prodotto, riconducibile a politiche monetarie rigorose.

Negli anni novanta il rapporto fra quantità di moneta e prodotto nominale rimane nei maggiori paesi stabile o si riduce lievemente; si attesta intorno al 64 per cento nel 1996; la liquidità internazionale misurata dai depositi *cross-border*, dopo il forte aumento registrato nel decennio precedente, rimane in questo periodo pressoché costante.

L'assorbimento nei portafogli privati del crescente ammontare di attività finanziarie richiede tassi di interesse reali elevati; l'espansione del debito pubblico connessa, in primo luogo, con lo squilibrio dei sistemi previdenziali comporta una pressione sulla disponibilità di risorse reali.

Il divario tra tassi di interesse e sviluppo delle economie si riflette nell'aumento della disoccupazione.

### **3. L'Italia nella finanza internazionale**

Nel corso degli anni novanta, in un contesto di completa liberalizzazione dei movimenti di capitale, l'Italia si è pienamente inserita nel processo di sviluppo dei mercati finanziari internazionali. I movimenti lordi di capitale, in entrata e in uscita, hanno registrato una espansione considerevole. Questo processo ha sostenuto l'accumulazione di risparmio finanziario; ha favorito la diversificazione degli attivi dei residenti per tipologia di strumento, per paese emittente, per valuta di denominazione.

Nel periodo 1990-96 gli investimenti netti di portafoglio all'estero effettuati dal settore privato sono complessivamente ammontati a 190.000 miliardi di lire, il 9 per cento dell'espansione delle attività finanziarie complessive. La quota di strumenti esteri sul totale delle attività finanziarie detenute dal settore privato, pari al 6 per cento alla fine del 1989, era salita alla fine del 1996 al 14 per cento.

Il crescente flusso di risparmio investito all'estero riflette anche un'offerta non ancora sufficientemente articolata, per profili di rendimento e di rischio, di strumenti finanziari emessi da operatori residenti.

L'inserimento dell'Italia nel mercato globale della finanza ha favorito l'afflusso nel nostro Paese di capitali esteri, principalmente rivolti al mercato dei titoli pubblici. Lo stock dei titoli di Stato detenuti da non residenti era pari alla fine dell'anno scorso a 370.000 miliardi, un quinto dell'ammontare in essere; la quota era pari al 4 per cento alla fine degli anni ottanta.

Allorché sono sorti dubbi sugli orientamenti della politica economica, gli afflussi di capitali dall'estero si sono interrotti, trasformandosi repentinamente in deflussi; a questi si sono aggiunte rilevanti uscite di capitali italiani. Nei mesi finali del 1992 e nuovamente all'inizio del 1995 si registrarono cospicue vendite di titoli italiani da parte di non residenti; gli acquisti di attività finanziarie estere aumentarono considerevolmente.

Ne derivarono pressioni gravi sul cambio e sui corsi dei titoli. La riaffermazione dell'impegno antinflazionistico della politica monetaria, la prosecuzione, pur con temporanee battute d'arresto, dell'azione di risanamento della finanza pubblica, la politica di moderazione salariale sono risultate determinanti per riassorbire le tensioni e per ricreare condizioni per uno stabile afflusso di capitali dall'estero.

In una prospettiva di rilancio dell'attività produttiva e di riduzione dell'avanzo dei pagamenti correnti, il processo di diversificazione dei portafogli finanziari dei residenti non esercita pressioni sul cambio se rimangono cospicui gli acquisti di titoli italiani da parte di non residenti.

Nell'anno in corso, in un quadro di aspettative di evoluzione positiva dell'economia italiana e di realizzazione dell'Unione economica e monetaria, gli acquisti di titoli pubblici da parte di non residenti, fino a settembre pari a oltre 80.000 miliardi, hanno favorito la drastica riduzione del differenziale di interesse a lungo termine nei confronti di paesi caratterizzati da una più consolidata stabilità dei prezzi e da un livello più contenuto del debito pubblico. Si è però anche intensificata l'esportazione di capitali italiani.

La gradualità con cui si è operato nel modificare, attenuandola, la restrizione monetaria è motivata anche dall'esigenza di assicurare condizioni favorevoli per l'investimento estero in Italia, in presenza di un deflusso costante, strutturale, di capitali verso l'estero.

Nella prospettiva dell'Unione economica e monetaria, assottigliandosi progressivamente, fino ad annullarsi, i margini a disposizione della politica monetaria nazionale, l'equilibrio macroeconomico in ciascun paese dipenderà in misura maggiore dalle politiche di bilancio, dei redditi, strutturali. In assenza di modifiche nei valori relativi delle monete, gli eventuali squilibri si rifletterebbero sulla competitività, sulla produzione e sull'occupazione.

Il livello della spesa pubblica in Italia è oggi superiore al 50 per cento del prodotto interno. Il ridimensionamento di questo rapporto renderà possibile alleviare la pressione tributaria e contributiva. Al fine di aumentare la competitività del nostro sistema economico e di ridurre il costo del lavoro, è necessario altresì rimuovere i fattori di rigidità che ostacolano l'esplicitarsi della libera concorrenza sui mercati dei beni e rendere più flessibile l'utilizzo del fattore lavoro.

#### **4. Alcune considerazioni conclusive**

La creazione di un'area monetaria stabile in Europa, oltre a recare beneficio ai paesi partecipanti, contribuirà alla stabilità anche del quadro macroeconomico reale e finanziario mondiale.

L'Europa negli anni più recenti ha sofferto di una modesta crescita economica, di un insufficiente utilizzo delle risorse disponibili: tra il 1990 e il 1996 l'occupazione si è ridotta di circa 2 milioni di unità; pesano talune inefficienze dell'apparato produttivo, le rigidità dei mercati, le dimensioni eccessive dei bilanci pubblici.

La realizzazione di una più stretta unione economica, la solidità nel tempo della moneta e della finanza non possono essere affidate soltanto alla politica monetaria. Esigono condizioni di più alta efficienza dell'economia e un'armonizzazione degli assetti istituzionali dei paesi membri.

Una buona moneta richiede un'economia produttiva vitale. La moneta è in gran parte il prodotto dell'estensione del credito alle imprese e allo Stato; il suo valore non dipende soltanto dalla sua quantità, ma dall'uso efficiente del credito.

La convergenza delle economie va ricercata, oltre che nelle grandezze nominali, anche nella produttività del lavoro, in un livello della tassazione che accresca la competitività nei confronti del resto del mondo, in un uso efficiente delle risorse di cui si appropria il settore pubblico. Sono queste le condizioni perché un'unione monetaria possa avere i necessari caratteri di stabilità e di solidità nel tempo.

Il mercato globale delle monete e della finanza influenza l'evoluzione di tutte le economie. Le sue condizioni si pongono sempre più come variabili esogene di importanza determinante. Gli equilibri macroeconomici fondamentali delle singole economie debbono raccordarsi al livello e all'andamento dei tassi di interesse, ai rapporti tra le principali monete che su tale mercato si determinano.

Il vincolo esterno si configura sempre più come necessità di un equilibrio della situazione complessiva, in termini di attività e passività finanziarie, di ogni paese o area economica nei confronti del resto del mondo.

Lo sviluppo del mercato finanziario globale, nell'ultimo decennio, ripete analogicamente l'evoluzione dei mercati finanziari nazionali nella seconda metà dell'ottocento e nella prima metà di questo secolo. La crescita, all'interno di ogni mercato nazionale, dell'attività finanziaria, lo sviluppo del credito, l'evoluzione degli intermediari hanno dato un contributo determinante agli investimenti, alla produzione e all'occupazione; ma si sono fatte rapidamente sentire l'esigenza di governare la creazione monetaria e, prima ancora, quella di istituire un sistema di supervisione prudenziale dell'attività degli intermediari. Le banche centrali sono il frutto di questa evoluzione.

A livello internazionale l'espansione delle quantità nominali di credito e di moneta, dopo la rescissione del legame con l'oro, non trova alcun limite nella disponibilità di liquidità primaria. L'attuale configurazione del mercato è il risultato di una evoluzione spontanea, in genere in condizioni di elevata concorrenza. Data tuttavia la natura delle variabili implicate, difficilmente può determinarsi su questi mercati un equilibrio efficiente di tipo paretiano.

La moneta produce il credito e il credito produce altra moneta; è necessario governare la crescita di tali aggregati; occorre un'ancora volta a stabilizzarne il valore in termini di beni reali. In assenza di regole cogenti e di politiche appropriate, i sistemi economici, nazionali e internazionali, sono soggetti a rischi di inflazione o di instabilità degli intermediari e dei mercati.

La deriva inflazionistica può concretarsi anche in bolle speculative, in aumenti eccessivi dei valori delle attività reali e finanziarie. Le crisi che periodicamente si ripropongono a livello internazionale in qualche misura ridimensionano il valore della ricchezza finanziaria e frenano le pressioni al rialzo dei prezzi a livello mondiale.

Il basso costo e la forte crescita dei finanziamenti in dollari dei primi anni novanta e la successiva restrizione, la più recente tendenza in Giappone all'espansione della moneta e la sua perdita di valore, in un contesto di economie in molti casi ristagnanti e squilibrate nei fondamentali, hanno probabilmente contribuito all'instabilità del mercato globale della finanza.

L'impegno per ridurre l'inflazione nella maggior parte dei paesi industriali, divenuto ancor più deciso negli anni recenti, l'attività di supervisione bancaria iniziata dal Gruppo dei Dieci per i paesi sviluppati, la sua estensione ai paesi emergenti e l'azione di sorveglianza del Fondo monetario internazionale stanno svolgendo un ruolo di grande rilievo sistemico.

In mercati aperti e competitivi, il rafforzamento della cooperazione contribuisce a prevenire le crisi; rende più incisive le misure correttive.

Una efficace azione delle banche centrali, delle Autorità di vigilanza, del Fondo monetario internazionale costituisce la prima risposta di un approccio ai problemi di stabilità monetaria e finanziaria posti dalla globalizzazione dei mercati. Richiede forse un assetto istituzionale internazionale più certo e consolidato.