

ASSOCIAZIONE GUIDO CARLI

Conferenza

“Idee per il futuro del sistema monetario internazionale”

Il sistema monetario internazionale

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Antonio Fazio

Firenze, 19 giugno 1998

Sommario

1. <i>Il sistema monetario internazionale</i>	6
2. <i>Squilibri nell'economia mondiale e congiuntura monetaria</i>	8
3. <i>Le recenti crisi</i>	13
4. <i>Le sfide aperte</i>	14

L'attuale assetto del sistema monetario internazionale è il risultato di uno sviluppo spontaneo dei rapporti tra sistemi finanziari diversi, in un regime di libertà dei movimenti di capitale.

È aumentata notevolmente l'attività internazionale dei sistemi bancari; ancor più è cresciuta quella di investitori istituzionali che raccolgono risparmio ed effettuano investimenti su scala globale.

Sono sorti nuovi operatori e nuovi mercati; si sono affermati nuovi strumenti.

Crisi ripetute hanno rallentato la crescita del sistema. Tuttavia il volume dei fondi intermediati e delle transazioni aumenta a un ritmo che sopravanza quello dell'attività reale.

È ancora difficile poter inquadrare in un ordinato schema di flusso dei fondi, statisticamente ben definito, lo svolgersi dell'attività e l'operare del sistema monetario a livello internazionale. Più difficile è "fissare" in un modello i comportamenti degli intermediari, dei mercati, degli utilizzatori ultimi dei fondi.

Le forze endogene del sistema conducono, talora, a configurazioni di tassi di cambio e a strutture di tassi di interesse che possono assumere una coerenza tale da condizionare importanti variabili e gli stessi andamenti di fondo di economie anche di rilevanti dimensioni.

Il sistema non è governato. Non ha un'ancora. È fortemente influenzato dai comportamenti delle maggiori economie e delle più importanti monete.

1. Il sistema monetario internazionale

Alla base di ogni regime monetario vi è la ricerca di un punto di equilibrio tra due esigenze spesso in conflitto: da un lato, la credibilità dell'azione di governo della moneta, indispensabile per sostenere la fiducia nel valore del metro monetario; dall'altro, la flessibilità necessaria per attenuare l'impatto sull'economia di shock imprevisi, di eventi di ampia portata indipendenti dall'azione delle autorità.

Il *gold standard* sacrificava la flessibilità alla credibilità. Non resse l'urto delle profonde trasformazioni economiche, sociali e politiche che ebbero inizio con il primo conflitto mondiale e si estesero nei decenni successivi.

L'ordine monetario internazionale sorto a Bretton Woods è stato l'ultimo tentativo consapevole di conciliare su scala mondiale credibilità e flessibilità. Scopo del sistema non era di invertire la tendenza, emersa con forza nel periodo tra le due guerre, verso una moneta puramente fiduciaria. Quell'assetto mirava piuttosto a rendere compatibile l'autonomia delle politiche economiche nazionali con il mantenimento di stabili condizioni economiche internazionali.

Elemento essenziale era la limitazione della mobilità dei capitali a breve termine.

Quell'ordine cadde all'inizio degli anni settanta, allorché vennero meno i due presupposti che ne avevano garantito il successo nei decenni precedenti: condizioni macroeconomiche equilibrate nel paese emittente la moneta di riserva; per ciascun paese una finanza essenzialmente nazionale, con riferimento sia alla scarsa mobilità dei capitali, sia all'efficacia del controllo esercitato dalle autorità.

L'evoluzione successiva ha fatto emergere un deficit di credibilità, causa non ultima degli elevati e persistenti tassi di inflazione che hanno segnato gli anni

settanta. La flessibilità del cambio ha restituito efficacia alle politiche monetarie nel controllo dell'inflazione; non ha impedito l'emergere negli anni ottanta e novanta di fenomeni gravi di disoccupazione, di ristagno dell'attività produttiva, di perdita di benessere.

Negli ultimi anni, decisi e fruttuosi sforzi sono stati compiuti nei principali paesi per ripristinare condizioni ordinate e per riportare rigore nella politica di bilancio. Le politiche monetarie restrittive messe in atto dagli anni ottanta hanno consentito un duraturo abbattimento dell'inflazione, il contenimento delle spinte salariali; si è rafforzata la convinzione che il valore interno ed esterno di ciascuna moneta riposa sulla fiducia degli investitori nella capacità dell'economia di crescere e prosperare.

È tuttavia illusorio ritenere che il "mettere ordine in casa propria" sia sufficiente per assicurare stabili relazioni economiche e monetarie a livello internazionale. Esiste una parte importante del sistema bancario mondiale, e più in generale dei mercati finanziari, che opera oltre i confini nazionali. Le quantità di moneta e di credito create e scambiate sfuggono al controllo diretto di qualsiasi autorità nazionale o internazionale.

Politiche nazionali non coordinate trovano difficoltà ad arginare l'esuberanza dei mercati finanziari, a impedire che dalle fluttuazioni dei prezzi delle attività finanziarie si dipartano impulsi destabilizzanti per l'economia reale. L'elevata integrazione finanziaria e commerciale fa sì che ogni paese possa essere colpito dalle onde d'urto provenienti da altre aree geografiche, anche remote, o dal rilievo economico apparentemente limitato.

Le sfide di oggi riecheggiano i gravi problemi che i paesi più avanzati hanno dovuto affrontare nei primi decenni di questo secolo come conseguenza del forte sviluppo delle strutture finanziarie interne. La risposta all'instabilità prodotta allora dall'evoluzione, spesso caotica, dei sistemi bancari, fu l'emergere dell'istituzione banca centrale. Perché questa soluzione si affermasse fu necessario attendere il

consolidarsi della consapevolezza che moneta e credito di rado sono in grado di trovare endogenamente un equilibrio.

La soluzione imperniata su una banca centrale forte, libera da condizionamenti politici e dotata di ampi margini di discrezionalità, non è però praticabile a livello globale. Efficacia e legittimità delle banche centrali si fondano, in definitiva, sull'appartenenza al sistema di poteri dello Stato. Su scala mondiale la via percorribile è quella di una più stretta cooperazione tra istituzioni nazionali sovrane e di un rafforzamento, un rinnovamento del ruolo delle istituzioni di Bretton Woods.

2. Squilibri nell'economia mondiale e congiuntura monetaria

Il mercato globale ha dischiuso alle economie povere di capitali e di finanza potenzialità di benessere e di prosperità. Affranca il singolo sistema economico dal vincolo, in ciascun periodo, dell'uguaglianza tra risparmio e investimento. Permette agli operatori una ricerca assidua delle opportunità di impiego più profittevoli su scala mondiale; ne discende una più efficiente allocazione del risparmio. Assoggetta a un vaglio continuo le azioni delle autorità di politica economica.

I rischi di instabilità sono però enormi.

La possibilità di finanziare gli squilibri può indurre a ritardarne la correzione. Subitanei cambiamenti d'opinione degli operatori finanziari si traducono in rapidi aggiustamenti dei loro portafogli, dando origine a dirompenti tensioni sui cambi e sui titoli.

L'aumento della liquidità internazionale, che trae origine dall'orientamento espansivo della politica monetaria di uno o più dei principali paesi, determina, in

condizioni normali, un generalizzato calo dei tassi di interesse, un impulso all'attività produttiva. Ma favorisce anche il persistere degli squilibri.

L'ampia disponibilità di mezzi finanziari alimenta un'espansione sostenuta del credito che concorre, in sistemi bancari non adeguatamente regolati e amministrati, a uno scadimento della qualità dei prestiti; favorisce la costituzione di posizioni speculative sui mercati, che possono condurre a prezzi delle attività finanziarie incoerenti con l'andamento delle variabili fondamentali dell'economia.

Alla base della rilevanza dei movimenti internazionali di capitale si trovano in primo luogo gli ampi e persistenti squilibri delle bilance dei pagamenti, sia nei paesi industriali sia in quelli emergenti.

I conti con l'estero degli Stati Uniti sono in passivo dal 1983; dal 1990 il disavanzo di parte corrente si è in media raggugliato all'1,5 per cento del prodotto. Nel 1998 dovrebbe salire al 2,7 per cento, a causa del significativo divario di crescita della domanda interna rispetto all'Europa e al Giappone, nonché per la crisi dei paesi asiatici. L'attivo del Giappone è risultato in media del 2,3 per cento del prodotto nazionale negli anni novanta; tenderà ad ampliarsi quest'anno, fino al 3,0 per cento.

Nelle due maggiori economie si sono accumulati notevoli squilibri nelle posizioni nette sull'estero. Alla fine del 1997 la posizione debitoria degli Stati Uniti ha superato, al lordo delle riserve auree, i 1.000 miliardi di dollari, oltre il 12 per cento del prodotto; la posizione creditoria netta del Giappone è in valore assoluto dello stesso ammontare.

Cospicui disavanzi nei conti con l'estero sono emersi negli anni novanta in taluni paesi e aree emergenti, costituendo una delle cause di fondo delle crisi.

I disavanzi dell'Indonesia, della Corea, del Messico e della Thailandia hanno presentato valori compresi tra il 3 e l'8 per cento del prodotto; dimensioni preoccupanti hanno raggiunto i disavanzi correnti di taluni paesi dell'Est europeo e dell'America latina.

Soprattutto per l'impulso della finanza privata, i flussi in entrata e in uscita dai paesi industriali sono aumentati negli anni novanta di circa il 50 per cento rispetto al decennio precedente. Nello stesso periodo, gli afflussi nei paesi non industriali sono triplicati; nel 1996 essi hanno sfiorato i 400 miliardi di dollari.

È salita la quota degli investimenti di portafoglio: nel 1996 gli afflussi di portafoglio nei paesi industriali sono stati di 900 miliardi, i deflussi di 600. Per la loro natura a più breve termine e spesso speculativa, questi investimenti sono caratterizzati da una maggiore variabilità e reattività.

Le consistenze di obbligazioni internazionali alla fine del 1997 oltrepassavano i 3.300 miliardi di dollari. Favorite dalla discesa dei tassi d'interesse a lungo termine, le emissioni hanno registrato lo scorso anno un nuovo massimo storico, pari a oltre 800 miliardi di dollari, nonostante il rallentamento che ha fatto seguito all'esplosione della crisi in Asia.

Il dollaro rimane la valuta preponderante in cui vengono stilati questi titoli, con una quota superiore a un terzo nel decennio. È diminuita l'importanza dello yen; è aumentata quella del marco tedesco, a quasi il 15 per cento. L'affermazione dell'euro accrescerà il ruolo dell'Europa nella finanza globale.

Per l'insieme delle banche dei paesi dichiaranti alla Banca dei regolamenti internazionali, gli attivi nei confronti dei non residenti hanno superato del 50 per cento il valore del 1990, raggiungendo i 9.000 miliardi di dollari. I prestiti internazionali concorrono alla realizzazione di grandi progetti d'investimento, sostengono l'operatività delle imprese multinazionali, favoriscono la ricerca e la messa in opera

di combinazioni produttive più efficienti. Rimane tuttavia preponderante la componente di natura finanziaria: oltre due terzi degli attivi delle banche nei confronti di non residenti hanno per controparte altri intermediari creditizi.

L'attività interbancaria fornisce alimento al processo di moltiplicazione della liquidità internazionale, che, non essendo sottoposta al controllo diretto di nessuna autorità monetaria, può espandersi fino a dar luogo a turbolenze finanziarie e a pressioni inflazionistiche. La componente *cross border* dei mezzi liquidi complessivi, compresi i depositi interbancari, è molto elevata, pari a circa un terzo del totale.

Fattore trainante dello sviluppo della finanza globale è stata negli ultimi anni l'attività degli investitori istituzionali. La dimensione complessiva dei loro bilanci è aumentata, a ritmi superiori al 10 per cento l'anno. Il volume di fondi da essi intermediati è stimato nell'ordine di 28.000 miliardi di dollari, uguale al prodotto annuo dell'economia mondiale.

Questi operatori attingono liquidità nei mercati dove essa è abbondante e a più basso costo. La composizione dei portafogli viene decisa in relazione alle attese di rischio e rendimento di uno spettro assai ampio di opportunità di impiego, considerando quelle offerte non solo dai principali mercati e monete, ma anche da piazze emergenti, da valute meno diffuse, nonché da strumenti finanziari complessi.

Viene così fornito un contributo determinante all'unificazione del mercato della finanza. Si accrescono l'uniformità negli andamenti dei prezzi delle attività finanziarie tra paesi e il legame con le scelte di alcuni operatori guida.

L'andamento e le oscillazioni dei tassi di interesse nei mercati monetari di riferimento si trasmettono a livello globale.

All'avanzo crescente del Giappone verso il resto del mondo corrisponde un disavanzo delle altre economie concentrato negli Stati Uniti. Dall'eguaglianza *ex post*

di risparmio e investimento non può derivare un particolare livello del tasso di interesse.

Dalla carenza *ex ante* degli investimenti rispetto al risparmio potenziale discende l'attuale rallentamento dell'attività.

A fronte di un orientamento stabile della politica monetaria degli Stati Uniti, la Banca centrale giapponese ha condotto una politica aggressivamente espansiva. I tassi del mercato monetario si situano in prossimità dello zero. La domanda interna non riprende in Giappone. È un tipico caso di trappola della liquidità che comporta un deprezzamento dello yen, una riduzione dei tassi di interesse a livello globale, un aumento dei corsi azionari negli Stati Uniti e in Europa.

La debolezza della domanda effettiva e l'azione di consolidamento delle finanze pubbliche in tutti i maggiori paesi impediscono all'eccesso di liquidità di trasformarsi in pressione inflazionistica.

Dal 1990 al 1997 il valore nozionale degli strumenti derivati quotati in borsa, soprattutto future e opzioni di tasso di interesse, è sestuplicato, superando i 12.000 miliardi di dollari. Ancora più forte è stata la crescita degli strumenti negoziati fuori borsa, in particolare gli swap di tasso di interesse: fra il 1990 e il 1996 quelli sistematicamente rilevati dalla Banca dei regolamenti internazionali sono aumentati di otto volte, oltrepassando i 25.000 miliardi di dollari. Si può stimare che il valore nozionale complessivo della finanza derivata, cioè l'ammontare potenzialmente in grado di influenzare i prezzi delle attività finanziarie, sia dell'ordine di 60.000 miliardi.

Gli strumenti derivati consentono la gestione di complesse posizioni di rischio. Ne risultano ampliate le opportunità di investimento, accresciute le possibilità di

ricomposizione dei portafogli, migliorata la capacità di proteggere i patrimoni da variazioni avverse dei prezzi dei titoli e dei cambi.

La complessità di taluni strumenti della finanza derivata può rendere ardua per lo stesso operatore la stima del rischio complessivo al quale è esposto, soprattutto nel caso di movimenti dei prezzi delle attività finanziarie che, per ampiezza e simultaneità, si discostino dalle esperienze precedenti. A salvaguardia dell'integrità degli intermediari, norme di vigilanza, adottate anche in riferimento ad accordi internazionali, impongono l'utilizzo di procedure per una corretta stima dei rischi di credito e di mercato. Un ammontare adeguato di capitale è necessario, ma non sufficiente; deve essere affiancato da un attento disegno dei controlli all'interno dell'azienda.

La finanza derivata facilita gli scambi, il funzionamento dei mercati e la formazione del prezzo delle attività finanziarie; qualora le valutazioni sui movimenti attesi divengano uniformi, può accentuare le oscillazioni dei corsi dei cambi e dei titoli.

3. Le recenti crisi

In un assetto monetario internazionale privo di un sistema di governo complessivo, numerose sono state le crisi valutarie. In particolare, quella del Sistema monetario europeo nel 1992-93 ha rivelato quanto sia problematico il funzionamento di regimi di cambi fissi nell'attuale contesto di mercati integrati, di capitali altamente mobili.

Dal 1980, centotrenta paesi sono stati colpiti da acute difficoltà dei propri sistemi bancari.

Negli anni più recenti è divenuta molto stretta l'interazione tra crisi valutarie e bancarie: crisi "abbinate" hanno interessato i paesi del Nord Europa, il Messico, i paesi asiatici. Nei casi più gravi è stato scosso l'intero sistema economico e finanziario.

Causa scatenante è stato spesso l'improvviso venir meno dei finanziamenti dall'estero determinato dalla perdita di fiducia degli investitori internazionali nelle imprese e nelle banche.

Le cause ultime sono da ricercare nelle carenze delle politiche macroeconomiche, nell'inadeguatezza strutturale dei sistemi finanziari e bancari e nell'insufficienza dell'azione di vigilanza prudenziale.

La recente crisi asiatica è emblematica di quanto l'intreccio tra il ricorso ai finanziamenti dall'estero e la fragilità strutturale del sistema bancario accentui le conseguenze della mancata correzione degli squilibri macroeconomici. L'enorme afflusso di capitali ha permesso il protrarsi di ampi disavanzi nelle partite correnti; ha fornito al sistema bancario i mezzi per finanziare investimenti di bassa profittabilità, con un peggioramento generalizzato della qualità del credito; l'eccessivo accumulo del debito ha inevitabilmente condotto alla crisi.

4. Le sfide aperte

L'attuale configurazione delle relazioni monetarie internazionali non ha precedenti. Mai in passato a monete puramente fiduciarie si erano associati una mobilità dei capitali così elevata, mercati globali ampi, non direttamente controllati dalle autorità, cambi flessibili tra le principali valute, profonda integrazione delle economie.

Si ripropone con forza il tema del promuovere una cooperazione internazionale, adeguata al nuovo contesto, nelle strutture istituzionali, nell'azione di politica economica, negli interventi specifici a salvaguardia della stabilità dei mercati.

Per ripristinare condizioni ordinate nella crisi del Messico e dell'Asia la comunità internazionale ha compiuto uno sforzo finanziario ingente, senza precedenti. Uno sforzo di tali dimensioni difficilmente potrà essere ripetuto.

In passato la preoccupazione prevalente era che si ingenerasse nel debitore, spesso uno Stato sovrano, l'aspettativa di una troppo ampia copertura internazionale dal rischio di insolvenza. Le crisi più recenti ci hanno ricordato che è altrettanto importante promuovere comportamenti accorti e lungimiranti anche da parte dei creditori.

La creazione di un diritto fallimentare internazionale, ovvero una rapida convergenza delle prassi e delle norme nazionali in materia sono al momento al di fuori della nostra portata. I margini per migliorare l'esistente sono tuttavia ampi.

Vanno riprese e approfondite le riflessioni, iniziate nell'ambito del Gruppo dei Dieci in seguito alla crisi messicana, riguardanti l'introduzione di clausole contrattuali volte a facilitare le negoziazioni tra creditori e debitori e la possibilità di ricorrere, in presenza di episodi di instabilità particolarmente gravi, a temporanee sospensioni del servizio del debito. Queste possono rivelarsi necessarie al fine di consentire, sotto lo sguardo vigile degli organismi internazionali, ai debitori di impostare un programma credibile di risanamento, ai creditori di effettuare una valutazione più meditata del merito di credito.

È importante accrescere la solidità dei sistemi finanziari nazionali, rendere più completi gli ordinamenti del credito e più efficace, in generale, l'azione di vigilanza.

Cresce la consapevolezza che un mondo di capitali liberi e mobili non è un bene in sé, una finalità da perseguire senza condizioni o cautele. L'insegnamento principale delle crisi messicana e asiatica è che, contestualmente all'apertura verso l'estero, occorre assicurare un quadro di stabilità finanziaria all'interno, rafforzando la vigilanza e i controlli prudenziali nei loro aspetti squisitamente tecnici, al di fuori di ogni condizionamento politico. Lo stesso Fondo monetario internazionale tende oggi a proporsi l'obiettivo più pragmatico di governare in maniera ordinata il processo di liberalizzazione.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha formulato i principi di base, un insieme di standard di buona condotta a cui i paesi devono conformare i propri ordinamenti, principi che il Gruppo dei Dieci propone di estendere alle economie emergenti.

Nel quadro di rischi ricorrenti di instabilità endemica o sistemica, l'imperativo più urgente è estendere, rafforzare e dotare di strumenti efficaci l'azione volta a prevenire l'instabilità.

Questa funzione richiede in primo luogo che l'informazione sulle economie sia tempestiva, trasparente e affidabile. Ma occorre anche interpretare secondo modelli sperimentati, nel contempo innovativi e adeguati, gli andamenti e le prospettive di sistemi economici nei quali le grandezze macroeconomiche, prezzi, cambi, variabili e strutture finanziarie, interventi politici o amministrativi interagiscono nel senso della stabilità e dello sviluppo, oppure della crisi e dell'instabilità.

La lettura delle situazioni può rivelarsi troppo complessa per gli operatori finanziari, che pure dispongono di una quantità notevole di dati. Gli operatori e gli investitori finiscono in tal modo per seguire gli orientamenti di leader, spostandosi in massa e alternando bruscamente fasi di pessimismo a fasi di ottimismo, ambedue esagerati e nel loro esito ultimo irrazionali.

Le esperienze del Messico e dei paesi asiatici ci sembrano esemplari al riguardo. Alcuni evidenti segni di squilibrio macroeconomico, costituiti da ricorrenti ampi disavanzi delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e dalla rapida connessa crescita del debito estero, l'inefficienza dei mercati e degli intermediari erano sicuramente forieri di condizioni almeno permissive per il manifestarsi di una crisi.

Le stesse garanzie fornite in più casi dalle autorità politiche e monetarie sui crediti contratti da imprese e banche nei confronti dell'estero sono in questi casi rivelatrici di una situazione di precarietà e, di fatto, inefficaci poiché nella crisi viene coinvolto tutto il sistema economico e istituzionale.

È importante rafforzare la capacità di analisi del Fondo monetario internazionale, con un ruolo di consulenza più aperto e diretto ai paesi vulnerabili; un ruolo, in altri termini, simile a quello che le banche centrali nazionali svolgono all'interno delle singole economie. Occorre porsi il problema del potenziamento strutturale delle risorse del Fondo, da impiegare come "credito di ultima istanza", a tassi penalizzanti, con forte "condizionalità".

Si discute se le opinioni del Fondo debbano essere rese di dominio pubblico. Si paventa il pericolo che la pubblicità possa pregiudicare il rapporto fiduciario tra il Fondo e le autorità di governo dei paesi o addirittura innescare le crisi. Se l'azione di sorveglianza e di analisi, le valutazioni di politica economica si svolgono in maniera sistematica, se sono estese a molti paesi e hanno riconosciuta autorevolezza intellettuale, tali pericoli non sussistono.

Al rafforzamento della funzione del Fondo monetario deve affiancarsi un'accresciuta presenza della Banca mondiale volta a esaminare sistematicamente, nei paesi in via di sviluppo e nelle economie in transizione, le condizioni dei sistemi creditizi e finanziari, al fine di rafforzarli, di prevenire instabilità che possono avere origine in tali settori.

Le sfide che abbiamo di fronte sono impegnative, non impossibili.

Già una volta nel corso di questo secolo l'instabilità finanziaria è apparsa prendere il sopravvento, ma allora si riuscì, con uno sforzo di pensiero e di azione riformatrice, a prendere le necessarie contromisure, a recuperare il sentiero della crescita nella stabilità.

La consapevolezza degli enormi costi economici, politici e sociali che una endemica instabilità finanziaria su scala mondiale inevitabilmente comporta deve guidarci nel raccogliere quelle sfide.