

Liberalizzazione dei mercati finanziari: opportunità per tutti?

MARINA PONTI
DAVIDE ZANONI

Il processo di globalizzazione e integrazione economica procede a velocità sostenuta, soprattutto nel settore della finanza internazionale, ma per molti paesi i presunti vantaggi non sembrano ancora concretizzarsi. L'apertura dei mercati finanziari nazionali agli investimenti esteri è una delle componenti cruciali del cosiddetto «consenso di Washington».

Tale misura di politica economica è sostenuta con forza dalle istituzioni finanziarie internazionali, sebbene molti esperti concordino sul fatto che la libera circolazione dei capitali privati negli anni '90 sia stata una delle maggiori cause delle crisi finanziarie nei mercati emergenti.

Solo in teoria, infatti, la liberalizzazione dei capitali sarebbe vantaggiosa sia per i paesi sviluppati che per quelli in via di sviluppo. In pratica, essa avvantaggia in maniera esclusiva gli investitori e le banche d'investimento occidentali che possono godere di una maggiore diversificazione del portafoglio e di una più efficace collocazione degli investimenti a livello mondiale; offre inoltre una più ampia gamma di scelte per gli investimenti e una maggior diversificazione dei rischi dei paesi creditori, in un momento in cui anche l'avversione al rischio dei piccoli investitori sembra sacrificata alla ricerca del massimo profitto.

Un paese può trarre vantaggio da una maggiore mobilità dei flussi di capitale solo se il mercato finanziario nazionale risulta sufficientemente strutturato. Per questo motivo alcuni degli effetti positivi per i paesi sviluppati possono risultare dannosi per quelli emergenti, spesso penalizzati da improvvise fughe di capitali e da inappropriate politiche di deregolamentazione. Una maggiore mobilità del capitale può dunque comportare elevati costi e limitati profitti per quei paesi non in grado di fronteggiare l'esposizione alla volatilità dei flussi finanziari.

Le crisi finanziarie degli anni '90 hanno mostrato che il processo di liberalizzazione produce effetti disastrosi se non adeguatamente gestito e regolamentato. Le condizioni necessarie per evitare il manifestarsi di tali effetti sono riconducibili al grado di sviluppo e funzionamento delle strutture bancarie di regolamentazione e supervisione, dei sistemi legislativi e giudiziari e delle misure di protezione contro i comportamenti di "moral hazard".

In molti paesi emergenti tali strutture mancano completamente, nonostante la loro importanza, ed appare inverosimile pensare che si possano costituire in tempi brevi a causa della complessità e dei costi che comportano.

In mancanza di una piena realizzazione di appropriate strutture finanziarie, è tuttavia necessario adottare misure temporanee per proteggere le fragili economie nazionali dall'instabilità finanziaria. Queste misure comprendono, fra l'altro, la limitazione dei crediti internazionali, la definizione di soglie temporali massime per il rimborso dei prestiti internazionali e il versamento di percentuali minime in anticipo contanti. Altre misure sono le restrizioni sul debito estero e i controlli sui flussi di capitale estero in entrata e in uscita.

L'esperienza cilena sui controlli dei capitali negli anni '90 è un esempio concreto dell'efficacia di tali misure. Nel giugno del

1991 il Cile introdusse delle limitazioni sull'ingresso di capitali nel paese. Inizialmente, per tutti i capitali in entrata, era richiesto un deposito del 20% senza interessi. Per scadenze inferiori a un anno i depositi erano trattenuti sino alla scadenza, mentre investimenti superiori a un anno erano trattenuti fino al termine del primo anno. Nel luglio del 1992 il deposito fu innalzato al 30%.

Mediante l'applicazione di questo pacchetto di controlli, le autorità cilene hanno raggiunto i seguenti risultati:

- una diminuzione del volume dei flussi a breve termine e un aumento dei flussi a medio e lungo termine. Come dimostra la tab. 1, la riduzione dei flussi a breve termine è stata pienamente compensata da equivalenti aumenti dei flussi a lungo termine. In tal modo i flussi globali di capitali non sono diminuiti;
- una diminuzione della vulnerabilità del paese rispetto all'instabilità finanziaria internazionale;
- una maggiore capacità della Banca centrale di attuare un'autonoma politica monetaria (malgrado il regime a tassi di cambio fissi) e di mantenere un elevato scarto fra i tassi di interesse nazionali e quelli internazionali.

Questo esempio dimostra che le misure temporanee possono essere strumenti utili alla protezione della stabilità finanziaria,

riducendo di fatto il rischio di crisi finanziarie e incoraggiando i flussi di capitale a lungo termine. È in questo contesto che, in attesa della costruzione di un sistema finanziario internazionale più stabile, i controlli sui capitali possono essere considerati opzioni politiche valide, sicure e preziose per la promozione dello sviluppo.

Nel Rapporto del segretario generale delle Nazioni Unite, redatto in vista del processo preparatorio della conferenza «Finanza e sviluppo», che si terrà a Monterrey, in Messico, nel marzo del 2002, il paragrafo 21 menziona i controlli sui capitali come misura temporanea per proteggere la stabilità nazionale. Il testo, peraltro, ribadisce che il ricorso ai controlli sui capitali non dovrebbe sostituire l'impegno ad attuare adeguate riforme del sistema finanziario. Questa posizione è condivisibile, nella piena consapevolezza che tali riforme sono ben lungi dall'essere attuate in molti mercati emergenti. In attesa della loro concreta realizzazione la comunità internazionale dovrebbe sostenere misure immediate a protezione della stabilità finanziaria nazionale.

Alla luce di queste considerazioni il cosiddetto dilemma dell'«impossibilità della santa trinità» – la coesistenza tra la libera circolazione dei capitali, un tasso di cambio fisso e un'autonoma politica monetaria – è in realtà un falso dilemma: non vi sono infatti valide ragioni a sostegno di una totale liberalizzazione dei mercati finanziari e dei flussi di capitali. Al contrario, i governi dovrebbero perseguire misure *ad hoc* per il controllo dei flussi dei capitali, elaborate e attuate in maniera mirata al loro contesto nazionale.

Un ulteriore argomento a favore dell'adozione di misure di controllo dei capitali è il riconoscimento della natura speculativa di gran parte dei flussi finanziari. È utile a questo riguardo analizzare la composizione dei flussi finanziari e la loro reale capacità di sostenere lo sviluppo. Negli ultimi vent'anni, l'incontro fra liberalizzazione, speculazione e innovazione tecnologica ha generato un sistema di enormi proporzioni che funziona molto più in base a voci incontrollate (*rumsors*) che all'andamento dei fondamentali economici. I maggiori attori di questo sistema, fra cui spiccano le banche commerciali e le banche d'investimento, effettuano ogni giorno transazioni valutarie nell'ordine di 1.862 miliardi di dollari. Inoltre, il mercato valutario è cresciuto a velocità incredibile. La Tab. 2 mostra come le transazioni del cambio sull'estero siano salite da 18,3 milioni di dollari al giorno del 1977 a 1.500 miliardi nel 1998. Se si aggiungono le transazioni relative ai prodotti derivati si raggiungono quasi 1.600 miliardi di dollari al giorno. Inoltre, dal 1977 al 1998, il rapporto fra il valore monetario annuale in valuta estera e le esportazioni estere è salito da 3,51 a 55,97, mentre il rapporto fra le riserve delle banche centrali e le attività valutarie giornaliere in moneta estera è sceso da 14,5 a 1.

La tab. 3 mostra che il 40,1% dei contratti sono costituiti da transazioni di 2 giorni, il 41,7% da transazioni da 3 a 7 giorni e solo l'1,1% da transazioni superiori a un anno. È opportuno sottolineare che i contratti relativi alle valute sono per lo più di natura puramente speculativa. Questo mercato sfugge inoltre a ogni controllo pubblico ed è sempre più distaccato dalle attività produttive.

Questo settore dell'economia è cresciuto vertiginosamente rispetto al commercio internazionale di beni e servizi. Nel 1998 il commercio globale di beni è stato di 6.700 miliardi di dolla-

ri, con un tasso di crescita del 14% rispetto al 1995. Le attività finanziarie coinvolgono risorse finanziarie 76 volte superiori al commercio globale di beni e servizi: per ogni dollaro speso nel commercio, se ne investono 75 in prodotti finanziari. Sui mercati finanziari, i guadagni – e i rischi annessi – sono molto superiori a quelli dell'economia reale, provocando così uno spostamento delle risorse finanziarie dalle attività produttive a quelle puramente speculative. Come ha dimostrato il caso relativo al Cile, i controlli sui capitali permettono ai governi di ricevere investimenti a lungo termine e scoraggiare quelli a breve termine, rendendoli più onerosi.

Come indica la tabella, le enormi dimensioni dei flussi privati sui mercati finanziari intaccano gravemente la capacità delle banche centrali di reagire agli attacchi speculativi. Le riserve globali delle banche centrali raggiungono a malapena il volume totale delle risorse scambiate sui mercati finanziari in un solo giorno; i dati del marzo 1999 indicano un ulteriore deterioramento di questo rapporto.

Occorre intervenire immediatamente su due questioni controverse:

- l'instabilità del tasso di cambio dovuta alla volatilità dei flussi di capitale a breve termine;
- l'*impasse* in cui si trovano le istituzioni nazionali, come le banche centrali, non più in grado di proteggere le valute dagli attacchi speculativi. Tradizionalmente, una banca centrale comprava e vendeva la propria moneta sui mercati internazionali per mantenere relativamente stabile il suo valore. La banca comprava moneta quando un eccesso d'offerta di tale moneta – causato dalla vendita di un investitore – minacciava di ridurne il valore. In passato, le banche centrali avevano riserve sufficienti per compensare qualsiasi attacco o immissione sul mercato di valuta. Attualmente, gli speculatori hanno liquidità superiore a quella dell'insieme delle banche centrali mondiali. Ciò

significa che molte banche centrali non sono più in grado di proteggere le rispettive valute e quando un paese non è in grado di proteggere il valore della propria moneta perde il controllo della politica monetaria.

La comunità internazionale dovrebbe affrontare adeguatamente questa nuova situazione e introdurre nuove regole e istituzioni in grado di garantire la stabilità del sistema. La conferenza delle Nazioni Unite su «Finanza e sviluppo» rappresenta un evento storico per la promozione di un dialogo costruttivo su questi temi fra i vari attori: i governi, le agenzie delle Nazioni Unite, le istituzioni finanziarie internazionali, l'Organizzazione mondiale del commercio, la società civile e il settore privato. L'agenda della conferenza contiene molti dei nodi più controversi dell'attuale sistema, fra cui risorse nazionali per lo sviluppo, flussi finanziari privati, commercio, aiuto pubblico allo sviluppo, debito e governabilità internazionale.

Durante il processo preparatorio e la stessa conferenza la società civile monitorerà le decisioni prese. Se queste decisioni non saranno adeguate, si sarà persa un'altra preziosa occasione. La società civile si auspica che nel quadro della conferenza venga promossa una concreta discussione sull'adozione di un'imposta sulle transazioni valutarie. Un primo studio di tale imposta è stato raccomandato dalla Sessione speciale dell'Assemblea generale delle Nazioni Unite sullo sviluppo sociale (UNGASS) a Ginevra nel giugno del 2000. A seguito di tale raccomandazione il segretario generale, Kofi Annan, ha costituito un comitato, presieduto dall'ex presidente messicano Zedillo. A livello internazionale la società civile si aspetta che il rapporto di tale comitato contenga proposte concrete ed efficaci.

La società civile e numerosi esperti di molti paesi hanno già pubblicato studi di fattibilità di tasse sulle transazioni valutarie. Tali studi si riferiscono a tasse internazionali uniformi imposte su tutte le transazioni che comportano il passaggio da una valuta a un'altra, sia sui mercati finanziari nazionali che su quelli esteri. Esse scoraggerebbero la speculazione rendendo più oneroso il commercio delle valute. Il volume dei flussi di capitali a breve termine diminuirebbe, garantendo così una maggiore stabilità del tasso di cambio.

Ma il conseguimento di questa stabilità attraverso la tassazione richiederebbe alti tassi, che ostacolerebbero notevolmente le operazioni dei mercati finanziari internazionali. Un'imposta con aliquota molto limitata, (dello 0,01%) sulle transazioni valutarie non provocherebbe distorsioni, anche se non riuscirebbe a impedire il comportamento speculativo sui mercati dei cambi. Un possibile compromesso, proposto da Paul Bernd Spahn, docente all'università di Francoforte, potrebbe essere una struttura a due livelli: un'imposta minima sulle transazioni e una sovrattassa sui cambi che, in quanto meccanismo anti-speculativo, entrerebbe in funzione solo in periodi di turbolenza dei tassi di cambio. La tassa minima verrebbe

applicata sempre e produrrebbe una notevole quantità di risorse, senza ostacolare la liquidità dei mercati finanziari mondiali. Servirebbe anche come meccanismo di monitoraggio e controllo per l'imposizione della sovrattassa sui cambi, che sarebbe amministrata insieme alla tassa sulle transazioni. La sovrattassa sui cambi, inattiva in periodi di stabilità finanziaria, non sarebbe usata per incrementare i profitti, ma servirebbe come un interruttore che interrompe automaticamente il circuito in occasione di attacchi speculativi contro le valute. Un'imposta minima, ad esempio di due punti percentuali, sulle transazioni dei cambi aumenterebbe di pochissimo il costo del capitale e non avrebbe probabilmente alcun effetto sul volume delle transazioni che coinvolgono i cambi delle valute. La sovrattassa eviterebbe gli effetti negativi di altre misure di politica monetaria che sacrificano preziose riserve monetarie internazionali od offrono tassi di interesse eccessivamente generosi per combattere gli attacchi speculativi. Essa eliminerebbe anche l'aspettativa di ricorrenti compensazioni da parte delle banche centrali e ridurrebbe il *moral hazard* degli operatori finanziari.

Riassumendo, l'introduzione di un'imposta sulle transazioni valutarie porterebbe ai seguenti risultati:

- una riduzione dei flussi speculativi e di breve termine;
- un incremento dell'autonomia della politica monetaria nazionale;
- un aumento del gettito fiscale e una sua più equa distribuzione tra i vari settori dell'economia;
- il monitoraggio dei flussi finanziari al fine di combattere l'evasione fiscale e il riciclaggio dei proventi di traffici illeciti e di attività malavitose.

Inoltre, un'imposta sulle transazioni valutarie potrebbe fornire preziose risorse per finanziare lo sviluppo, anche se a questo riguardo è fondamentale ribadire che i proventi di tale imposta non dovrebbero sostituire l'attuazione, da parte dei governi, di impegni fondamentali quali la percentuale di aiuto pubblico allo sviluppo concordata a livello internazionale (lo 0,7% del Prodotto Interno Lordo), la realizzazione di adeguate misure di riduzione e cancellazione del debito estero e la definizione di accordi commerciali più equi. Questi temi saranno discussi durante la conferenza internazionale «Finanza e sviluppo», per la cui riuscita la società civile internazionale lavorerà attivamente. L'obiettivo più ambizioso è la definizione – mediante un processo partecipativo e trasparente – di nuove regole per un sistema finanziario internazionale più stabile e che permetta una più equa redistribuzione dei benefici, delle opportunità e dei costi fra tutti i paesi. La redistribuzione della ricchezza dovrebbe costituire il fulcro di questo evento e più in generale dell'agenda del nuovo millennio, al fine di garantire a tutti i popoli l'opportunità di intraprendere con successo un processo di sviluppo sociale. ■

Mani Tese
manitese@manitese.it