

La riforma delle istituzioni finanziarie internazionali: il FMI e la Banca Mondiale

di Ferdinando Targetti

4 novembre 2008

La missione futura del Fmi e della Bm è destinata a cambiare. La Banca, che inizialmente finanziava prevalentemente infrastrutture, dagli anni '90, si è indirizzata alla lotta alla povertà nei PVS. La Banca dovrà continuare lungo questa strada e affiancare l'Onu nella realizzazione del programma di lotta alla povertà noto come il *Millennium Development Goals*, che non sta rispettando le tappe che si è dato. L'attuale crisi finanziaria sta indirizzando il centro dell'interesse politico internazionale verso i lavoratori, i consumatori e i contribuenti dei paesi sviluppati, ma sarebbe un grave errore trascurare le popolazioni e i paesi più poveri che finiscono con il pagare una crisi che non hanno minimamente contribuito a creare. La globalizzazione e la crisi che viene vista come una sua degenerazione, necessitano di una legittimazione etica. Dimenticare i più poveri del mondo genererebbe un grave senso di ingiustizia, di insicurezza politica e di sfiducia nelle capacità dei paesi ricchi di guida dell'economia mondiale e di redistribuzione a livello mondo dei benefici della globalizzazione. I paesi del G7 e i paesi Ocse devono rispettare gli impegni presi in termini di aiuti verso i paesi più poveri, mentre molti di loro e l'Italia in primis, sono fuori rotta. In futuro, la Banca dovrà sempre di più indirizzare la propria attività verso economie esterne, con un carattere ancor più globale, come il potenziamento del capitale umano nei PVS, la lotta alle epidemie e l'assistenza tecnica in campo ambientale.

Il Fmi, nei primi decenni della sua attività, dal dopoguerra alla crisi petrolifera, ha svolto la funzione del supervisore delle regole del gioco stabilite a Bretton Woods, che significava il mantenimento di cambi fissi: svolgeva una sorveglianza multilaterale e svolgeva la funzione di intermediario finanziario tra i sottoscrittori del Fondo e i paesi che non riuscivano a mantenere il cambio con politiche restrittive. Con la fine del regime di cambi fissi nel 1971 la sua funzione di intermediario finanziario fu svolta prendendo a prestito dai paesi in surplus e prestando ai paesi che subivano maggiormente lo shock petrolifero. Negli anni '80 e primi '90 perse la sua funzione di supervisore globale delle regole del gioco per concentrare la sua attività nei confronti dei paesi emergenti colpiti da shock, concedendo loro prestiti condizionati all'adozione di politiche di riequilibrio finanziario e di liberalizzazione dei mercati. Con gli anni '2000 anche questa funzione andò evaporando perché molti paesi emergenti crescevano senza la necessità dell'intervento del

Fondo: alcuni perché crescevano con attivo di bilancia commerciale, altri perché, pur essendo in disavanzo, preferivano ricorrere al sostegno finanziario di fondi sovrani di paesi emergenti in attivo che non ai prestiti condizionati del Fondo.

La missione del Fondo degli anni '2000 dovrà avere una nuova valenza: il Fondo dovrà tornare ad esercitare una funzione di supervisione globale di regole che i paesi leader si dovranno dare; inoltre bisognerà definire su quali risorse potrà contare. Come supervisore lo scopo che il Fondo dovrebbe darsi è duplice: uno è quello di segnalare le perturbazioni finanziarie nei mercati internazionali e di meglio comprendere le connessioni tra finanza ed economia reale, l'altro quello di indicare ai paesi quali sono i loro tassi di cambio di equilibrio e quali le politiche da mettere in pratica per non pregiudicare la stabilità esterna. Questi due compiti sono tecnicamente e politicamente molto complessi. Prendendo un cambio bilaterale tra le monete di due stati (il compito ovviamente si complica se i paesi considerati sono più di due), la responsabilità di uno squilibrio può ricadere sul paese che ha la propria moneta sottovalutata rispetto alla parità d'equilibrio o sul paese che ce l'ha sopravvalutata. Prendendo il semplice caso di Usa e Cina si avrà che gli americani sosterranno che tocca ai cinesi porre in essere le politiche appropriate visto che il renminbi è sottovalutato a motivo sia dell'eccesso di risparmio cinese, sia delle decisioni della Banca Centrale Cinese che impedisce una libera fluttuazione del cambio. I cinesi, dal canto loro, desiderano procrastinare il modello di sviluppo tirato dalle esportazioni sensibili al prezzo e sosterranno che l'onere dell'aggiustamento spetti alle autorità americane in quanto responsabili del disavanzo esterno del loro paese a motivo del deficit del bilancio federale e della propensione negativa al risparmio delle famiglie, frutto a sua volta di una politica monetaria espansiva di lungo periodo. Le *global imbalances* che derivano dall'esistenza di questa situazione perdurano nel tempo perché la Banca centrale cinese utilizza il credito che le deriva dai suoi attivi di bilancia dei pagamenti per acquistare titoli del debito americano, ma sono foriere di squilibri che si cumulano nel tempo. Il FMI propende per la libera fluttuazione del renminbi, ma essendo sempre stato visto come egemonizzato dal Tesoro degli Stati Uniti, non ha potuto spingersi fino a chiedere alla Cina un cambiamento radicale nella politica del cambio.

Perché il FMI venga visto come un'autorità *super partes*, capace di coordinare e monitorare le varie politiche nazionali, esso deve acquistare in autonomia e in rappresentatività e queste possono essere ottenute solo con una *governance* diversa. La revisione della *governance* del Fondo, quindi, è cruciale sia per aumentarne la rappresentatività e la legittimità, sia per rendere le sue indicazioni più ascoltate e la sua azione più efficace. Oggi americani ed europei hanno quasi la metà dei diritti di voto (16.79% gli americani e 32.09% gli europei). La Russia pesa solo per il 2.7%, poco più del Belgio che conta per il 2.02% che, a sua volta, pesa più del Brasile cui spetta l'1.38%.

Quarantatré paesi africani pesano il 4.4% e la sola Francia il 4.86%. Sarebbe necessario introdurre, almeno per un piccolo numero di scelte cruciali, la doppia maggioranza in modo che le decisioni vengano prese non solo in base alle quote (che dovranno pure essere riviste alla luce della forte crescita dei paesi emergenti), ma anche sulla base di una maggioranza numerica di paesi. La seconda riforma da attuare è quella di rendere più ampio il numero di paesi chiamati a collaborare in caso di crisi finanziarie internazionali. Nel passato la politica del Fondo è stata fortemente influenzata dagli Stati Uniti. Oggi questa egemonia non ha più senso, tenuto conto che i paesi in surplus si trovano in Asia e nei paesi petroliferi.

A questa impostazione molto “politica” del Fondo (paladino Strauss-Kahn) se ne affianca un'altra più “di mercato” (Michael Bordo e Harrold James sul FT del 21 ottobre) che vede il Fondo un'istituzione adibita alla stabilizzazione dei mercati finanziari (le due possono essere complementari). Esso dovrebbe rafforzare la sua natura di intermediario finanziario. I paesi in avanzo dovrebbero contribuire con la maggioranza dei loro surplus alla dotazione di fondi del Fmi, il quale sarebbe in condizione di fronteggiare gli attacchi speculativi contro i paesi in attivo e quelli in passivo e contro le istituzioni finanziarie. L'azione stabilizzatrice avrebbe un effetto benefico sull'economia mondiale e favorire gli interessi dei proprietari delle riserve valutarie. Anche in questo caso tuttavia sarebbe necessaria una riforma della governance che facesse apparire questa istituzione assai più lontana di ora dagli interessi americani e che fugasse i dubbi che le azioni siano intraprese esclusivamente per sostenere il dollaro.

Oltre a ciò il Fondo Monetario e il Financial Stability Forum dovrebbero dar vita ad una Istituzione permanente che svolga una azione di suggerimento e di coordinamento delle attività di regolazione bancaria a livello mondo. Dovrebbe individuare le misure di trasparenza e responsabilità bancaria: definire i limiti alla detenzione di titoli strutturati nei portafogli di intermediari bancari e finanziari; l'identificazione del valore dei titoli strutturati, che dovrebbero rispondere a standard tali in modo che il loro valore sia più facilmente definibile di quanto non lo sia oggi. Dovrebbe individuare i requisiti di capitale per le banche, i vincoli di liquidità e le modalità di ricorso alla leva finanziaria. Dovrebbe regolamentare le società di rating: la loro situazione concorrenziale - sono pochissime a livello mondo; e i loro conflitti di interesse - esse danno una valutazione ai titoli che sono acquisiti dalle stesse banche a cui devono dare un rating.

La crisi finanziaria che stiamo vivendo può accelerare i tempi della Storia e rendere politicamente fattibile ciò che in condizioni normali non lo è. Idee di riforma del sistema regolatorio del Fmi furono avanzate anche dopo la crisi messicana e asiatica negli anni '90, ma poi, passata la crisi, non se ne fece più nulla.

I problemi globali si intersecano fra loro: migrazioni, energia, sicurezza alimentare, mutamenti ambientali, la stabilizzazione di paesi fragili e sconvolti da conflitti sono questioni economiche di fondo di pari importanza degli equilibri finanziari e del libero commercio. Anche le aree povere e in via di sviluppo, come l’Africa, possono essere più facilmente diventare oggetto di azioni politiche globali se inserite in un approccio più generale ai problemi e in questa logica di governo multipolare della globalizzazione. L’intreccio di questi problemi coinvolge un numero di aree economiche maggiori di prima: non esiste più nel panorama economico mondiale un semplice terzetto di attori: Usa, Europa e Giappone. L’emergere di nuove aree rende il G7+1 inadeguato. Deve essere ampliato in modo da tener conto delle nuove realtà economiche e geopolitiche emergenti. Un nuovo gruppo-leader deve includere, oltre agli attuali membri del G7 e la Russia, il Brasile, la Cina, l’India, il Messico, l’Arabia Saudita e il Sudafrica.

Data l’interdipendenza dei fenomeni di cui si è detto questo nuovo gruppo-leader dovrebbe svolgere la funzione di coordinatore dei lavori che le varie istituzioni di settore (Fmi allargato al Financial Stability Forum, Banca Mondiale, Wto, Ilo) continuerebbero a svolgere. Il suo scopo dovrebbe essere quello di prevenire i fenomeni, anziché rincorrerli, come è stato fatto con l’attuale crisi finanziaria. Questo nuovo multilateralismo dovrebbe rafforzare la cultura della cooperazione ed essere finalizzato alla soluzione pragmatica di problemi interconnessi, soprattutto se questi presentano forti diseconomie esterne (ambiente), se richiedono soluzioni multilaterali (accordi di libero scambio) e se non sono risolvibili con politiche nazionali (crisi finanziarie e *global imbalances*).

Politica economica europea: riforme necessarie per contrastare la crisi finanziaria e la recessione

di Ferdinando Targetti

1° novembre 2008

Introduzione

In presenza di libertà di movimenti di capitali i problemi di stabilità finanziaria e di equilibrio macroeconomico mondiale, non possono essere risolti a livello nazionale. A fronte di mercati internazionalizzati il semplice coordinamento è insufficiente, bisogna passare ad un livello di governo sovranazionale. Questo è oltremodo difficile da conseguire a livello mondo e attribuire ad un organismo mondiale un ruolo di regolatore con poteri amministrativi è irrealistico, così come è irrealistico pensare ad un Tesoro mondiale, anche se c'è molto da fare sul piano di riforma del Fmi e di rafforzamento delle sue capacità di sorveglianza sulla stabilità dei mercati finanziari e sul superamento degli squilibri macroeconomici globali. Tuttavia un passo avanti verso un più corretto processo di governance dell'economia globale può essere realizzato da noi europei.

Finora la politica economica dell'Europa si era limitata alla indipendenza della Bce, al Patto di stabilità e all'uso del bilancio pubblico prevalentemente per la politica agricola comune. Tutto questo è largamente insufficiente sia per finalità di crescita, sia per finalità anticrisi. La risposta europea alla globalizzazione dei mercati e alla crisi finanziaria deve articolarsi in una serie di riforme economiche che si affiancano a quelle politiche e che richiedono, entrambe, la disponibilità a consentire da parte degli Stati nazionali deleghe di sovranità indispensabili per tradurre in pratica obiettivi che appaiono condivisi. L'attuale crisi finanziaria rende le esigenze di riforma ancora più pressanti, ma è anche l'occasione per attrarre entro la sfera dell'Euro dei Paesi ora esterni (Svezia e Danimarca) che si sentono più sicuri entro questa area valutaria. Sul fronte economico i terreni di riforma sono molteplici (riforma della Bce e della politica di bilancio; armonizzazione fiscale; realizzazione di una politica energetica comune; realizzazione di una politica europea che, a fronte degli shock della globalizzazione, garantisca flessibilità del mercato del lavoro, ma anche sicurezza di reddito e occupazione; agenzia europea degli armamenti). In particolare mi soffermerò su due terreni di riforma relativi alla Bce e ad un costituendo Tesoro Europeo.

La riforma della Bce

Una riforma statutaria dovrebbe modificare il dettato circa gli scopi della Banca, affiancando all'obiettivo del contrasto all'inflazione, anche l'obiettivo della stabilità dei mercati finanziari e del contrasto alla deflazione dei prezzi e dei redditi. In Europa l'autorità preposta al controllo della moneta risiede in un'istituzione sovranazionale la Bce, le autorità di regolazione preposte alla stabilità finanziaria operano a livello nazionale (a volte come parti delle Banche Centrali federate nella Bce a volte come enti separati come in Uk) e infine le istituzioni che sovrintendono alla attribuzione alla collettività dei costi sociali dei salvataggi, i Tesori, rimangono istituzioni nazionali. Sarebbe opportuno un diverso assetto.

Innanzitutto va sancito in modo esplicito che la Bce possa fare, senza infingimenti, il risconto dei crediti che le banche concedono alle imprese (la Fed americana può riscontare la carta commerciale delle imprese, in Europa non c'è bisogno di arrivare a tanto), ma va stabilito che la Bce possa fare ciò che è all'origine del Central Banking e diventare il "lender of last resort" del sistema bancario europeo.

Inoltre tanto più le banche e le assicurazioni operano a livello multinazionale e tanto più i singoli Stati dovrebbero trovare forme di regolazione comune e soprattutto non dovrebbero adottare misure prudenziali o di intervento di salvataggio in un'ottica nazionalistica; se ogni paese va per conto suo può succedere che la misura che è razionale per un paese non lo è per l'insieme dei paesi – è il tipico caso della necessità di una "azione collettiva". Per questo motivo la Bce dovrebbe essere in grado di poter imporre regole di condotta uniforme alle banche della zona euro (possibilmente condivise anche dalle banche europee extra-euro) a cominciare da quelle che svolgono la loro attività in modo significativo in più di uno stato membro.

Una nuova Autorità di vigilanza dovrebbe essere costituita a livello europeo entro la Bce per monitorare l'adozione dei requisiti comuni di capitalizzazione e per attuare una comune supervisione attraverso l'operare delle Banche centrali nazionali. La separazione di due istituti per i due scopi, uno il controllo dell'inflazione e uno per il controllo della stabilità dei mercati finanziari, si è dimostrata fallimentare là dove (Usa e Uk) è stata attuata.

Infine se le operazioni di salvataggio a seguito di innovazione finanziaria richiedono modifiche legislative e hanno effetti redistributivi, sarebbe necessario che l'Autorità preposta alla regolazione monetaria e alla regolazione finanziaria operi congiuntamente a un Tesoro Europeo. Questo non lederebbe l'indipendenza della Banca Centrale, perché non implicherebbe minimamente il finanziamento monetario dei disavanzi del Tesoro.

Il Patto di Stabilità e la costituzione di un Tesoro Europeo

Il Patto di stabilità ha svolto un'importante funzione nella fase della nascita dell'euro, soprattutto per finalità politiche. La rigidità con la quale è stato disegnato tuttavia ha impedito che gli obiettivi di Lisbona (fare dell'Europa un'economia della conoscenza) trovassero i necessari finanziamenti per essere realizzati. Oggi è richiesta una modifica sostanziale del Patto. La prima tappa potrebbe essere quella di sottrarre dalla definizione dei parametri di Maastricht gli investimenti (finanziati dagli Stati, insieme alla Bei con o senza la partecipazione dei privati) in grandi infrastrutture, in Ricerca e Sviluppo e in impianti per la produzione energetica (tradizionale e alternativa) e per il risparmio energetico.

La seconda tappa dovrebbe prevedere la costituzione di un "Tesoro Europeo" da affiancare come strumento di politica economica europea alla Bce. Esso potrebbe nascere dalla trasformazione della Bei e dovrebbe avere lo scopo di realizzare sia politiche anti-crisi, sia politiche di sviluppo.

L'incombere della crisi finanziaria e la sua imminente trasformazione in recessione impone la realizzazione di due Piani di intervento. Il primo piano potremmo chiamarlo "Piano anti-crisi". Il Tesoro Europeo dovrebbe poter emettere titoli garantiti dagli Stati membri e disporre quindi di un fondo per operazioni di salvataggi bancari a livello europeo e, qualora necessario, per operazioni di sovra-nazionalizzazione di banche europee. I titoli potrebbero rendere come i titoli degli stati nazionali (quindi oggi assai meno dell'interbancario) ed essere utilizzati per ricapitalizzare le banche. Il Tesoro Europeo diverrebbe un "ricapitalizzatore di ultima istanza" di banche transnazionali. Le banche (attualmente illiquide, ma non insolventi) potrebbero con il tempo (dai tre ai cinque anni) restituire al Tesoro Europeo i capitali ottenuti per la ricapitalizzazione in modo tale che questo tipo di operazioni non aggravi il debito pubblico in capo ai cittadini europei.

Il secondo piano si potrebbe chiamare "Piano per lo sviluppo" e avere due scopi: essere strumento di crescita operando, dal lato dell'offerta, con investimenti mirati e avere una flessibilità tale da essere utilizzato con finalità anticicliche e operare dal lato della domanda. Il Tesoro Europeo dovrebbe poter emettere titoli garantiti dagli Stati, "European Bonds". Data la reputazione della Ue sul mercato mondiale queste obbligazioni potrebbero essere emesse a basso tasso di interesse e contribuirebbero a rafforzare il mercato finanziario europeo e offrirebbero alla Bce uno strumento in più per la gestione della liquidità. La crisi internazionale sta mettendo in evidenza l'elevata preferenza dei risparmiatori internazionali per i titoli di debito. Sul mercato oggi sono ambiti i titoli di stato americani (come si rileva dalla crescita del dollaro rispetto all'euro e alle valute dei paesi emergenti), malgrado lo squilibrio finanziario degli Stati Uniti. E' ragionevole pensare che degli

“European Bonds” espressi in Euro sarebbero ancor più ambiti. Le emissioni dovrebbero servire per il finanziamento di investimenti in infrastrutture e in capitale umano secondo gli obiettivi di Lisbona. Si potrebbe immaginare due sezioni del “Bilancio Europeo”. Una riguarderebbe il conto capitale e i proventi delle emissioni per finanziare il “Piano” andrebbero iscritti in questa sezione. Un’altra sezione, per non modificare le regole attuali dell’Unione, potrebbe invece risultare in pareggio. In questa confluirebbero le spese per beni pubblici europei e per i trasferimenti con finalità redistributive, le quali verrebbero finanziate con risorse proprie. Le fonti di risorse proprie (che oggi sono sostanzialmente limitate ad una parte piccola dell’Iva dei paesi dell’Unione) dovrebbero aumentare e una quota maggiore di ora dovrebbe essere destinata a finalità redistributive e al pagamento del servizio del debito, mentre una quota minore dovrebbe essere destinata all’agricoltura.

L’Europa finora ha goduto dei benefici dell’Unione monetaria in termini di stabilità monetaria e (per paesi come l’Italia) di disciplina in tema di riequilibrio della Finanza pubblica, ma l’Unione Monetaria e la forza finanziaria che l’Euro ha acquisito sui mercati internazionali non hanno dato i risultati sperati in termini di crescita del prodotto e del prodotto pro-capite. La creazione di un “Piano per lo sviluppo” lungo le linee tratteggiate può contribuire a far cambiare rotta. E’ un progetto complesso dal punto di vista politico, sia per la *devolution* di poteri dei singoli paesi nei confronti dell’Unione, sia per la definizione delle procedure politiche che definiscano in concreto i contenuti degli investimenti, ma le sfide poste dalla bassa crescita tendenziale dell’economia europea e dalla recessione incombente sono pressanti.

A questi due scopi del Piano se ne aggiunge un terzo: sollevare gli Usa dalla funzione di assorbimento degli avanzi commerciali (e quindi dell’eccesso di risparmio sugli investimenti) dei paesi emergenti. Una politica macroeconomica che al contempo risolva il problema delle *global imbalances* e svolga la funzione di creatore di domanda effettiva a livello globale è compito di una *governance* sovranazionale. Senza un’area che svolga da “acquirente di ultima istanza” la crescita dell’economia globale e dei paesi emergenti rischia di declinare. Questa funzione è stata svolta per tutto il dopoguerra esclusivamente dagli Usa. Oggi quel compito di “acquirente mondiale di ultima istanza” deve essere più uniformemente distribuito a livello globale. Allo stato attuale la politica monetaria internazionale è fatta da Cina e Usa, mentre l’Europa, malgrado sia l’area economica in maggiore equilibrio macroeconomico, non giuoca alcun ruolo. La ragione risiede nel fatto che gli stati europei si comportano ancora come piccoli stati il cui obiettivo è solo quello di avere individualmente un avanzo esterno.

La soluzione delle macro-imbalances richiede interventi congiunti di più paesi: rivalutazione cinese del Renmimbi e aumento della spesa interna cinese, riduzione del deficit interno americano pubblico e privato, aumento della spesa interna europea. Lo stimolo di bilancio europeo non conviene che sia ottenuto a livello dei singoli paesi perché i rapporti debito pubblico-Pil dei vari paesi sono molto diversi e conviene che gli *outliers* come l'Italia correggano la propria situazione debitoria, altrimenti la sopravvivenza dell'Euro può essere messa a rischio. Diverso è il discorso qualora venga istituito un Tesoro Europeo che, adottando una politica di stimolo di bilancio, tenga l'economia europea ad un livello di domanda interna abbastanza elevato e che, creando disavanzo esterno, contribuisca a sollevare gli Usa dalla manovra di riequilibrio delle *global imbalances* che ora grava solo sulle spalle dell'economia americana.