

## **Dopo la crisi. Quale governance macroeconomica internazionale?<sup>1</sup>**

### **Introduzione**

La crisi finanziaria del 2008 è il risultato di un doppio fallimento, del mercato e della politica economica. La dimensione macroeconomica di tale doppio fallimento è riflesso nella incapacità del sistema globale di produrre un aggiustamento ordinato degli squilibri dei pagamenti internazionali accumulatisi in oltre un decennio. La ricostruzione del dopo crisi richiede, tra le altre cose, la definizione e la implementazione di un meccanismo di regolazione degli squilibri che non sia (unicamente) affidato al mercato e che si affianchi a una ridefinizione del sistema di regolazione dei mercati finanziari. Tale meccanismo non potrà non prevedere il coinvolgimento attivo delle principali economie emergenti e un nuovo mandato alle istituzioni finanziarie internazionali (IFI) e al Fondo Monetario Internazionale in primo luogo. Un rinnovato Fmi dovrebbe disporre del potere di persuasione nei confronti dei principali paesi nell'attuare le necessarie misure di aggiustamento. Questo richiederà sia un maggior ruolo dei paesi emergenti che un rafforzamento della presenza Europea e una sua voce unica, nelle IFI e nelle istituzioni informali (i G).

Le strutture e le istituzioni delle governance internazionale cambiano sotto la pressione degli eventi, e soprattutto delle crisi che ne mettono a nudo le insufficienze, ma anche sotto la pressione degli interessi dei paesi quando la distribuzione del potere, economico e non, cambia in misura significativa e, infine, quando la loro efficienza e credibilità cadono al di sotto di un valore critico. In altre parole quando l'offerta di governance cade al di sotto della domanda (Padoan 2007).

La crisi che stiamo attraversando contiene tutti e tre gli elementi. In primo luogo la crisi ha mostrato sia la instabilità dei mercati finanziari che l'inefficacia delle politica economica. In secondo luogo non vi è dubbio che, a seguito della ascesa dei Brics, il numero dei paesi con potere rilevante nel sistema internazionale è aumentato, ma non è aumentata in misura corrispondente la loro condivisione di responsabilità nelle governance internazionale. In terzo luogo la crisi ha mostrato che le IFI non sono state all'altezza della situazione. Questi tre elementi hanno interagito e interagiscono. La crisi ha provocato reazioni e risposte dai governi e una loro richiesta, tramite i gruppi informali e in particolare il G20, alle istituzioni internazionali di riformarsi sia nel mandato, che negli strumenti, che nella governance.

### **Il crollo di Bretton Woods 2**

La crisi finanziaria si è alimentata ed è esplosa in un contesto macroeconomico, noto come Bretton Woods 2 (Dooley *et al* 2003), che si è venuto sviluppando negli ultimi due decenni e che si può riassumere come segue. Il motore principale della crescita è stato fornito dalla domanda interna degli Stati Uniti e, in particolare, delle famiglie, alimentata da una forte crescita dell'occupazione e delle retribuzioni in un contesto di bassa inflazione. Il fattore principale sottostante a questo meccanismo è stata la crescita elevata e persistente della produttività, a sua volta alimentata dalla cosiddetta *new economy*, basata sulle nuove tecnologie dell'informazione. In questo quadro il sistema finanziario ha agito da potentissimo moltiplicatore, permettendo alle famiglie di consumare tutto il proprio reddito e andare anche oltre grazie all'indebitamento facile, sostenuto in gran parte dall'aumento del valore delle abitazioni.

---

<sup>1</sup> Scritto per il gruppo di studio di Astrid su "Il governo della globalizzazione"

Questo meccanismo ha generato un crescente deficit di parte corrente negli Usa a cui corrispondeva (e ancora corrisponde) un surplus dei paesi emergenti (e in particolare della Cina) le cui esportazioni alimentavano il consumo Usa e la crescita interna cinese. Tutto ciò era facilitato da un tasso di cambio fisso tra dollaro e yuan che proteggeva la competitività dei prodotti della Cina e ne alimentava le riserve internazionali, in gran parte reinvestite sul mercato finanziario americano (un quinto delle riserve cinesi sono state investite in titoli di Fanny Mae e Freddie Mac) consentendo a quest'ultimo di beneficiare di liquidità sempre abbondante (da qui la analogia con il Bretton Woods postbellico). Tale abbondanza ha rappresentato un fattore decisivo nel meccanismo che ha portato alla esplosione della bolla immobiliare e alle sue conseguenze. Gli altri grandi paesi avanzati, Europa e Giappone, svolgevano un ruolo secondario: ambedue a crescita contenuta, la prima con un sostanziale equilibrio di parte corrente, ambedue bisognosi di riforme strutturali che avrebbero dovuto (e dovrebbero) sostenere la crescita di lungo periodo, ambedue insomma lontani dal ruolo di motori della crescita globale.

La crisi che stiamo vivendo ha distrutto Bretton Woods 2. Il modello prevedeva, come detto, che i surplus dei paesi emergenti fossero reinvestiti nel paese centro perché il sistema finanziario Usa era considerato efficiente, sofisticato e soprattutto sicuro (Forbes 2008). La crisi ha distrutto la fiducia nel centro del sistema e ha cancellato tanto il meccanismo di crescita che il meccanismo del suo finanziamento. E' impensabile che nei prossimi anni la spinta dei consumi delle famiglie americane, magari alimentata da strumenti finanziari sofisticati, possa di nuovo svolgere il ruolo di motore principale della espansione mondiale. La crescita tornerà, magari dopo una lunga fase di recessione la cui durata è assai difficile prevedere. Ma sarà una crescita probabilmente più contenuta e comunque alimentata da un meccanismo diverso in cui, al motore di un paese solo si sostituirà una costellazione di motori diversi, ciascuno più debole e meno integrato con gli altri. Negli Usa una minore dinamica dei consumi privati sarà, in parte, sostituita da un ruolo relativamente più importante delle esportazioni, alimentate dalla debolezza del dollaro e dal, comunque sempre rilevante, potenziale competitivo e innovativo. Ma è difficile dire se la spinta agli investimenti e alla innovazione potrà generare una crescita della produttività come quella degli anni '90. Questi fenomeni richiedono tempo per maturare e per produrre i loro effetti. Al contrario, non si può escludere che si accentui la tendenza, già in atto da anni, alla delocalizzazione verso i Brics - Cina e India ma non solo - della attività di innovazione da parte delle imprese dei paesi avanzati. Si affermerà un quadro sempre più multipolare e, di conseguenza, un declino del potere economico degli Usa. Ci si deve allora aspettare un ruolo molto più rilevante dei Brics come motori della crescita? Non è così ovvio se si tiene conto del fatto che le proiezioni a lungo termine a sostegno di questo scenario si basavano, implicitamente sulla ipotesi di un quadro globale stabile e sempre più integrato, un quadro cioè che potrebbe essere assai diverso da quello che vedremo dopo la crisi. Questi paesi, invece, non potranno rinviare la soluzione del loro problema strategico: come passare da una economia trainata dalla domanda esterna a una economia basata sulla espansione della domanda interna. E ciò richiederà affrontare problemi di trasformazione strutturale (e consenso politico) di grande difficoltà e di esito quantomeno incerto.

E l'Europa? Se non fosse per la crisi finanziaria i problemi europei sarebbero immutati. Ora si sono aggravati. Nel sistema di Bretton Woods 2 l'Europa cresceva poco. Rischia di crescere ancora meno dopo. L'Europa potrà crescere di più solo nella misura in cui completerà l'integrazione della sua economia in alcune dimensioni essenziali, come i mercati dei servizi e la creazione di uno spazio comune della ricerca e della istruzione, senza i quali i benefici (tutt'ora potenzialmente molto elevati) del passaggio a una vera e propria economia dell'informazione rimarranno definitivamente nel dimenticatoio. Sarà la sepoltura della strategia di Lisbona. Per il Giappone vale una storia simile. Dopo un decennio di crescita zero e di caduta dei prezzi i problemi strutturali rimangono in buona parte irrisolti.

Se questo è il quadro che ci aspetta alla fine del tunnel della crisi come potrà crescere l'economia globale nel post Bretton Woods 2? La storia delle crisi finanziarie dice chiaramente che da queste non si esce definitivamente fino a quando la crescita non si riprende su basi solide e, di

conseguenza, si può avviare un nuovo modello di sostenibilità del debito. Si potrà crescere a una condizione. Che la sostituzione di un potente ma squilibrato motore con un gruppo di motori, ciascuno meno potente, preveda anche un consolidamento dei legami tra i nuovi centri di crescita nei quali sia mantenuto un equilibrio tra domanda interna e domanda estera, sostenuto da un sistema coerente di governance internazionale. E tale sistema non potrebbe che essere basato sul multilateralismo commerciale e sulla apertura dei mercati. In caso contrario finirebbe per affermarsi un regionalismo aggressivo e mercantilista, se non un vero e proprio protezionismo diffuso. Sarebbe la ripetizione del più grave errore compiuto dalla comunità internazionale negli anni '30.

### **La nuova distribuzione del potere e la riforma delle IFI**

La ascesa delle nuove economie emergenti e la redistribuzione del potere economico esercita una pressione in primo luogo sul ruolo e la legittimità dei gruppi informali, come il G8 ma non solo. Il G8 sta muovendo i primi passi verso l'allargamento. Il processo di Heiligendamm, lanciato dalla presidenza tedesca nel 2006, ha attivato un rapporto strutturato tra i G8 e i cinque principali paesi emergenti (Brasile, Cina, India, Messico, Sud Africa). I leader dei paesi del G20 si sono riuniti per la prima volta a Washington nel novembre 2008 per avviare le misure per fronteggiare la crisi. Ciò indica l'emergere di un dilemma. Da un lato la gravità della crisi finanziaria è tale da richiedere il coinvolgimento attivo di tutti i principali paesi, industriali e emergenti. Dall'altro un maggior numero di paesi altamente diversificati per struttura, grado di sviluppo, e sistema politico incontra maggiori difficoltà nel raggiungere un consenso sulle misure da adottare. Si tratta di un dilemma che continuerà a caratterizzare per molti anni le relazioni internazionali e influenzerà il processo di riforma delle istituzioni internazionali. Una semplificazione del processo decisionale all'interno dei G e quindi della governance globale sarebbe ovviamente possibile ove l'Europa decidesse di prendervi parte con una rappresentanza unica, ottenendo, tra l'altro, l'obiettivo di un coinvolgimento di tutti i paesi europei e non solo di quelli maggiori.

Anche in condizioni normali il processo decisionale nelle IFI è fortemente influenzato, sia pure informalmente, dai G. Nel Fmi e nella Banca Mondiale il processo decisionale subisce l'influenza di gruppi come il G7/G8 il G11 che riunisce i principali paesi emergenti. Sono di recente i paesi europei hanno cominciato a coordinare le loro posizioni. Uno spostamento della composizione dei G, verso un G13/14 o un maggior ruolo del G20 avrebbe delle conseguenze sul modo di operare delle IFI. Non a caso il vertice dei leader G20 di novembre ha chiesto una revisione del mandato e della governance del IFI con un maggior peso dei paesi emergenti, e ha indicato che il Financial Stability Forum dovrebbe essere esteso ai Brics. Anche se va notato che, se il G20 dovesse effettivamente diventare il principale gruppo di riferimento della governance finanziaria, la sua dimensione sarebbe tale da riprodurre al suo interno la divisione tra G8 (o meglio G7) e un gruppo che riunisse i paesi emergenti.

Ma al di là della governance la riforma delle IFI dovrebbe riguardare il loro mandato. La crisi ha messo in luce la necessità di affrontare due principali squilibri nel sistema finanziario internazionale: gli squilibri nei pagamenti internazionali (che a loro volta riflettono squilibri tra domanda interna e domanda estera nei diversi paesi), e gli squilibri nel sistema finanziario (che riflettono una crescente separazione tra attività "produttiva" e attività finanziaria "pura"). Il mancato aggiustamento di questi due ordini di squilibri è il segno del fallimento della governance internazionale.

Dopo lo scoppio della crisi le IFI sono state poste sotto accusa per non essere state in grado di prevederla e di prevenirla. E non vi è dubbio che, nel caso del Fmi si è verificato un serio caso di fallimento della sorveglianza. Ma occorre precisare in che senso. Nella prima parte del decennio la questione al centro della sorveglianza "multilaterale" del Fmi (cioè la sorveglianza non specificatamente diretta a singoli paesi) è stato il mancato aggiustamento degli squilibri dei pagamenti globali.

## **Un nuovo mandato per il Fmi?**

Negli anni precedenti alla crisi l'opinione del Fmi e di altre istituzioni internazionali era che gli squilibri nei pagamenti non fossero sostenibili e che fosse necessario uno sforzo congiunto di aggiustamento nei principali paesi che prevedesse: un riequilibrio del bilancio federale negli Usa, riforme strutturali per aumentare la crescita in Europa e Giappone, flessibilità del tasso di cambio in Cina e maggior assorbimento interno nei paesi esportatori di petrolio. Il Fmi, inoltre, segnalava che un maggior contributo al finanziamento degli squilibri da parte del mercato avrebbe accresciuto il rischio globale. Quindi, (Pisani Ferry, 2008) il fallimento della sorveglianza del Fmi non si deve tanto individuare nella sua incapacità di anticipare il rischio crescente. Da questo punto di vista, casomai, si potrebbe imputare al Fmi una mancanza di efficienza nel valutare fino in fondo tali rischi. Ma sarebbe difficile individuare, tra le maggiori istituzioni pubbliche e private, quale sia stata esente da questo fallimento. La vera carenza che il Fmi ha evidenziato in questa occasione va ricercata piuttosto nella sua incapacità di ottenere che le sue raccomandazioni di politica economica fossero effettivamente messe in atto dai principali paesi. Più che di un gap di efficienza il Fmi ha mostrato un gap di legittimità. In altri termini, il caso degli squilibri globali ha messo una volta di più in evidenza i limiti di operatività del Fmi. Il Fondo può avere un forte potere di persuasione nei confronti dei paesi che hanno bisogno della sua assistenza finanziaria. Ma tale potere diminuisce di molto nei confronti dei paesi industrializzati e dei principali paesi emergenti che non hanno problemi di finanziamento degli squilibri.

La crisi del 2007-2008, esplosa nel centro del sistema finanziario globale, è il risultato, come detto, di fallimenti di mercato e di fallimenti della politica economica. Evitare crisi del genere in futuro richiede sia un sistema di regolazione "migliore" che un meccanismo di aggiustamento macroeconomico che impedisca la formazione e il persistere di squilibri fondamentali. Quale dovrebbe essere il ruolo del Fmi in questo contesto? Si possono immaginare due scenari. Uno scenario di "basso profilo", che preveda un Fmi rafforzato ma la cui missione dovrebbe continuare ad essere la prevenzione e la risoluzione delle crisi. Anche questo obiettivo "minimale" comunque richiederebbe un sostanziale aumento delle risorse a disposizione. In un contesto di mercati finanziari globalizzati, come le recenti crisi di Islanda e Ungheria hanno mostrato, le risorse del Fmi devono essere integrate da altre fonti per raggiungere una dimensione minima per fronteggiare crisi che colpiscono il conto capitale.

Si può però immaginare uno scenario più ambizioso (di "alto profilo"). La crisi ha innescato una risposta collettiva inimmaginabile fino a poco tempo addietro. Ma rimane da verificare se tale risposta avrà sufficiente energia per condurre a termine la riforma delle istituzioni internazionali o, quanto meno, per attivare risposte collettive e coordinate ove fosse necessario (e non solo sotto la pressione di una crisi). Un nuovo Fmi di "alto profilo" dovrebbe avere il compito di mantenere la attenzione e la disponibilità ad agire dei principali paesi a un livello sufficientemente elevato da evitare "fallimenti della azione collettiva" come quelli che si sono verificati nel caso degli squilibri globali, e che hanno portato alla crisi. Il Fmi dovrebbe essere concretamente messo in condizioni di produrre i beni pubblici internazionali della stabilità macroeconomica e finanziaria, facendo sì, tra l'altro, che i principali paesi mettano in pratiche le misure di aggiustamento necessarie. Per dirla in altri termini, in un contesto multipolare e "post egemonico" come quello in cui il sistema internazionale si andrà collocando negli anni a venire, occorre una istituzione che impedisca il perseguimento sistematico e prolungato di politiche mercantilistiche da parte dei paesi principali. Tali politiche sono compatibili con la stabilità del sistema internazionale solo in presenza di una economia disposta, e in grado, di svolgere il ruolo di paese egemone assorbendo, con il suo deficit,

l'impatto dei surplus altrui (Guerrieri e Padoan 1986). Una presenza che il crollo del sistema di Bretton Woods 2 ha praticamente escluso per il prevedibile futuro.

Sarà in grado un Fmi riformato di rispondere a queste sfide? In primo luogo bisognerebbe dotarlo di nuovi strumenti, al di là di quelli finanziari. Il nuovo mandato di sorveglianza dei regimi di cambio, adottato nel 2007, è un passo nella direzione giusta ma non è basato su un mandato in grado di impedire che un paese utilizzi il tasso di cambio in maniera anticompetitiva. In materia di sorveglianza finanziaria poi il comunicato del G20 richiede che sia obbligatorio per ogni paese membro del gruppo (e quindi anche gli USA e la Cina, che fino ad oggi lo avevano rifiutato) effettuare un FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) cioè una revisione approfondita e strutturale del sistema finanziario. Una sorveglianza più efficace in questo campo potrebbe essere effettuata in collaborazione con l'FSF che, a sua volta, raccoglie tutti i principali organismi di regolazione dei mercati finanziari. Ma al di là degli strumenti un Fmi ad alto profilo dovrebbe poter contare sul sostegno attivo di tutte le principali economie, industriali ed emergenti. Un coordinamento efficace degli aggiustamenti macroeconomici deve potersi basare su un meccanismo di *peer pressure*, possibilmente basato su criteri formalizzati, analogo, in qualche misura a quello che soprassedie al Patto di Stabilità e Crescita europeo. Un tale meccanismo, poi, andrebbe dotato della legittimità necessaria a una istituzione globale in assenza di un "governo globale".

Passi in questa direzione erano già stati compiuti. Nell'ambito della Strategia di Medio Termine e proprio per trattare la questione degli squilibri globali il Fmi nel 2005 aveva avviato un gruppo di consultazione informale che comprendeva Usa, Giappone, area euro, Cina e Arabia Saudita, cioè i principali protagonisti degli squilibri globali, compresi alcuni (ma non tutti) i membri del G7. Questo gruppo non ha prodotto molti risultati concreti ma il messaggio contenuto nella sua istituzione rimane importante: per una sorveglianza multilaterale efficace bisogna coinvolgere tutti i paesi che contano.

Ma perché questo gruppo è stato così poco efficace? Una spiegazione è la assenza di incentivi ad agire, cioè ad adottare le misure di politica economica raccomandate dal Fmi. Il Giappone, dopo una stagnazione durata un decennio e molti fallimenti nelle politiche adottate per uscirne disponeva di un capitale politico del tutto insufficiente a implementare una strategia di riforme efficaci. L'Arabia Saudita continuava a scontrarsi contro impedimenti politici e strutturali interni legati alla stabilità del regime. L'area dell'euro era, e rimane, in una posizione del tutto peculiare. A differenza dei primi due paesi (con surplus dei pagamenti strutturale) presenta una posizione di sostanziale equilibrio esterno (anche se risultato di una distribuzione degli squilibri all'interno diversificata e con il paese più importante, la Germania, con un sostanziale e perdurante surplus di bilancia corrente) e, a prima vista, l'area dell'euro non contribuiva ne in un senso ne nell'altro ad alimentare gli squilibri globali. D'altro canto l'Europa continentale aveva, e continua ad avere, necessità di completare riforme strutturali per accrescere il proprio tasso di crescita potenziale. Ma era difficile pensare che la spinta alle riforme potesse venire da una pressione esterna, associata a gli squilibri globali, in assenza di una sufficiente spinta all'interno. L'unica spinta, quella generata dall'apprezzamento dell'euro e dalla conseguente pressione sulla competitività si è dimostrata insufficiente e non ha impedito alla Germania di mantenere una forte crescita delle proprie esportazioni. USA e Cina, infine, i principali protagonisti di Bretton Woods 2, avevano una convenienza a perpetuare il rapporto bilaterale che permetteva, ai primi, di finanziare lo squilibrio commerciale e, alla seconda, di beneficiare di una crescita export led alimentata (anche) da un tasso di cambio sottovalutato. In assenza di un quadro multilaterale in grado di generare pressioni all'aggiustamento, Bretton Woods 2 è vissuto su tale (tacito) accordo bilaterale che, non a caso, si è rivelato insostenibile. Paradossalmente da ambedue le parti si esprimeva insoddisfazione. Gli Stati Uniti premevano per un apprezzamento del tasso di cambio dello yuan. E cioè chiedevano alla Cina, allo stesso tempo, di indebolire la propria competitività e di svalutare le proprie riserve accumulate in dollari. La Cina si rifiutava di modificare il proprio regime di cambio e cercava, anche attraverso la costituzione di Fondi sovrani di investimento, di diversificare le proprie riserve. Queste, d'altro canto, rappresentavano per la Cina una forma di assicurazione

contro crisi finanziarie che non si riteneva (con qualche ragione) che organismi multilaterali come il Fmi potessero contrastare. Di questo stato di cose ne faceva le spese l'Europa, tramite l'apprezzamento dell'euro, contro il quale peraltro non sembrava di volere implementare una strategia di risposta, adottando un, non del tutto comprensibile, "benevolo disinteressamento".

L'insegnamento che se ne deve trarre, con il senno del poi, è che per mantenere la stabilità nel sistema internazionale occorre definire un meccanismo di aggiustamento che impedisca l'accumularsi degli squilibri, contenga le spinte al mercantilismo e faciliti l'aggiustamento della domanda interna ed esterna dei principali protagonisti. Un tale meccanismo non può non comprendere la definizione di un nuovo "regime valutario" globale che, al di là delle sue forme specifiche, permetta una evoluzione ordinata e multilaterale dei rapporti tra le principali monete. Si possono immaginare diversi sistemi, dal *pegging* dello yuan a un paniere di valute, a qualche forma di "zone obiettivo", a un irrobustimento della cooperazione tra le politiche monetarie. Non si tratta, invece, di tornare a un sistema di tassi di cambio fissi o porre eccessiva fiducia in un sistema generalizzato di cambi flessibili. Quello che serve è definire una "ancora istituzionale" per la definizione e il coordinamento delle politiche economiche dei principali paesi (Saccomanni 2008). Per rendere una tale ancora istituzionale efficace è necessario che al tavolo siedano, con voce e autorità uguale tutti i principali protagonisti e, tra questi, l'Europa con una voce sola. I paesi principali devono, in altri termini, sentirsi corresponsabili della governance globale. Solo a queste condizioni il meccanismo di *peer pressure* per il sistema macroeconomico internazionale avrà qualche probabilità di successo. L'Europa si trova nella condizione di fornire un contributo decisivo a questa nuova condivisione di responsabilità.

### **L'Europa nella riforma della governance**

Il Fmi e la Banca Mondiale sono governati da Board (Consigli di Amministrazione) composti da 24 membri in rappresentanza di 185 paesi. Gli Usa detengono la quota più elevata con oltre il 17 per cento. Complessivamente gli stati membri dell'Unione Europea detengono una quota più ampia di quella Usa e occupano 8 dei 24 posti di direttore esecutivo membri del Board. Fmi e Banca Mondiale decidono (quasi sempre) per consenso e come detto questo si costruisce attraverso un processo che vede coinvolti i gruppi informali G7/G8, G11. Da qualche anno gli Europei hanno adottato un meccanismo di coordinamento informale che produce posizioni comuni nelle due IFI. Ma a volte questo processo entra in tensione con quello coordinato in ambito G7, che esclude i paesi europei più piccoli. Si tratta insomma di un meccanismo poco efficiente.

Una rappresentanza unica dell'Europa permetterebbe di raggiungere il duplice obiettivo di accrescere il peso decisionale dell'Europa nelle IFI e di permettere un maggior coinvolgimento dei paesi emergenti aumentandone il peso in termini di voti. Sarebbe dunque un passo decisivo verso un meccanismo di *peer pressure* efficiente. Si tenga presente il seguente paradosso. Il ruolo dell'Europa come "elettore marginale" (*swing voter*) è tale che se l'Europa avesse una voce unica, di un peso equivalente a quello degli Usa, avrebbe un ruolo decisivo in tutte le decisioni del Board. Ma fino ad ora non è stata in grado di sfruttare questa possibilità.

Si possono avanzare due interpretazioni per questo comportamento. Diverse preferenze nelle politiche macroeconomiche degli stati membri e la cosiddetta governance disfunzionale. In base alla prima interpretazione eventuali divergenze nelle preferenze macroeconomiche impedirebbero di raggiungere un consenso sulla posizione unica che l'Europa dovrebbe sostenere nelle IFI. Si tratta di una spiegazione non convincente se si considera che l'area euro già conduce una politica monetaria unica e che il Patto di Stabilità e Crescita garantisce una notevole convergenza nelle politiche fiscali. Inoltre già ora l'area euro nel suo complesso viene sottoposta a sorveglianza da parte del Fondo in una analisi che comprende anche altre politiche comuni come la politica commerciale.

Si tratta allora di considerare la seconda spiegazione, della governance disfunzionale o inefficiente. In base a questa ipotesi l'Europa non disporrebbe di un meccanismo decisionale efficiente per identificare una posizione comune sui temi di politica macroeconomica e trasferirla al rappresentante europeo al Fmi. Anche in questo caso gli ostacoli non sembrano insormontabili se si pensa, ad esempio, al ruolo che potrebbe svolgere l'eurogruppo.

Probabilmente la causa principale è un'altra. I paesi europei, grandi o piccoli, non hanno ancora maturato un interesse sufficiente a cedere la propria sovranità in tema di rappresentanza nelle istituzioni multilaterali, né in quelle formali né in quelle informali (i G). Ma ci sono pressioni per un cambiamento. In primo luogo i mutamenti nella distribuzione del potere economico mondiale stanno rapidamente riducendo il ruolo che i singoli paesi europei, grandi e piccoli, potranno giocare nello scenario globale. Un loro ruolo efficace potrebbe svolgersi solo all'interno di una voce europea unica. In secondo luogo, come detto, una rappresentanza unica potrebbe portare alla maggiore responsabilizzazione dei paesi emergenti nella governance globale e portare avanti la riforma delle IFI. Di questo l'Europa beneficerebbe in misura significativa dato che, come dimostra il caso del sistema di Bretton Woods 2, in assenza di coordinamento rischia di pagare le scelte prese da altri. In terzo luogo non si deve sottovalutare la pressione derivante dal ruolo che l'euro potrebbe assumere come moneta di riserva internazionale. L'Europa non ha, finora, spinto per rafforzare tale ruolo. Una ragione deriva dal fatto che l'Europa ha mantenuto un equilibrio esterno e ha evitato di perseguire una politica della domanda tale da generare, come nel caso degli Usa, un deficit di parte corrente. Questo atteggiamento potrebbe però cambiare, soprattutto in un contesto multipolare in cui verrà meno il traino alla crescita che l'economia Usa ha garantito fino al crollo di Bretton Woods 2. In futuro l'Europa potrebbe considerare con maggiore interesse una politica di sostegno della domanda che possa comportare un deficit di bilancia dei pagamenti. Inoltre un ruolo maggiore dell'euro come valuta internazionale potrebbe fungere da elemento di disciplina nei confronti del deficit corrente Usa in quanto il dollaro perderebbe, almeno in parte, il ruolo di valuta rifugio e quindi la sua capacità di attirare capitali dall'esterno (Cohen 2006). In quarto luogo la zona euro si allargherà a altri membri probabilmente in misura più rapida di quanto previsto proprio a seguito della crisi finanziaria. Un aumento della massa critica della moneta unica accrescerebbe ulteriormente il ruolo dell'euro come ancora monetaria, il che non potrebbe non avere ripercussioni sulla governance globale.

## **Conclusioni**

La crisi finanziaria ha posto fine al meccanismo macroeconomico e finanziario noto come Bretton Woods 2 che, per diversi anni, aveva alimentato la crescita internazionale trainata dai consumi interni degli Usa e dalle esportazioni nette dei paesi emergenti e della Cina in particolare. Gli squilibri dei pagamenti che ne derivavano venivano ritenuti sostenibili grazie alla capacità dei mercati finanziari. I meccanismi di finanziamento degli squilibri globali si sono basati sulla capacità di attrazione dei mercati finanziari degli Usa, ritenuti efficienti e affidabili. Negli anni gli squilibri globali non si sono ridotti, in parte per la fiducia diffusa nei meccanismi di finanziamento, in parte per la mancanza di incentivi per una azione coordinata di aggiustamento macroeconomico (peraltro ripetutamente richiesta dalle istituzioni finanziarie internazionali e dai G7).

La crisi finanziaria ha messo a nudo che nell'economia globalizzata e multipolare la stabilità non può essere lasciata né all'autoregolazione dei mercati né all'iniziativa di singoli stati, ma richiede una efficace azione collettiva da parte dei principali paesi e delle istituzioni internazionali. La crisi pone, quindi, due problemi alla governance: come attivare un meccanismo di regolazione dei mercati che metta la finanza al servizio della crescita; come attivare un meccanismo di aggiustamento macroeconomico che permetta un equilibrio sostenibile tra domanda interna e domanda esterna nei principali paesi e contenga le spinte al mercantilismo. Le istituzioni finanziarie possono contribuire a risolvere questi problemi a condizione che siano profondamente modificate

nella governance e negli strumenti, oltre che nel mandato. La governance del Fmi, della Banca mondiale e del FSF non possono non riflettere il mutamento dei rapporti di forza internazionale che segnano il declino (se non la fine) dell'unipolarismo USA. In un sistema multipolare una governance rinnovata deve essere in grado di esercitare una *peer pressure* sufficiente per indurre tutti i principali protagonisti a mettere in pratica collettivamente le misure necessarie. Ciò richiede due condizioni tra loro interconnesse: che i paesi emergenti abbiano un peso e una responsabilità maggiori nelle IFI, che l'Europa scelga di parlare con una voce sola, nelle IFI come nelle istituzioni informali, dal G7 al G20.



## BIBLIOGRAFIA

Lorenzo Bini Smaghi, 2006, "*IMF Governance and the Political Economy of a Consolidated European Seat*", in Edwin Truman (Ed.), *Reforming the IMF in the XXIst Century*, Institute for International Economics.

Benjamin Cohen, 2006, "*The euro and transatlantic relations*" in T. Ilgen (ed.): "Hard Power, Soft Power, and the Future of Transatlantic Relations", Ashgate, Aldershot.

Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber 2003, *An Essay On The Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper 9971

Kirstin Forbes 2008, *Why do foreigners invest in the United States?*, NBER Working Paper 13908,

Paolo Guerrieri, Pier Carlo Padoan 1986, *Neomercantilism and international economic stability*, International Organization, vol 40 n.1,

Hyman P. Minsky 1992, *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74

Pier Carlo Padoan 2007, *Political Economy of New Regionalism and Global Governance*, in M. Telò (ed.) *European Union and New Regionalism*, Ashgate, Aldershot.

Jean Pisani-Ferry 2005, *The Accidental Player: The EU and the Global Economy*, Prepared for a lecture at the Indian Council for Research on International Economic Relations, Delhi, 25 November

Jean Pisani Ferry 2008, *Will The Crisis Trigger A Revival Of The Imf?*, Bruegel Policy Contribution

Fabrizio Saccomanni 2008, *Managing International Financial Instability*, Prepared remarks delivered at the Peterson Institute for International Economics event "Managing International Financial Instability" December 11