

Il governo del sistema monetario internazionale¹

Crisi di governo

Il problema del governo del sistema monetario internazionale, latente durante gli anni Sessanta del secolo scorso, divenne acuto con l'abbandono da parte degli Stati Uniti del sistema di Bretton Woods il 15 agosto 1971. Veniva meno un sistema che dal dopoguerra aveva garantito per un lungo periodo la stabilità monetaria, favorendo la crescita del reddito, dell'occupazione e del commercio internazionale. Il regime dei cambi fissi di Bretton Woods aveva fornito un'ancora per le politiche macroeconomiche dei paesi membri del Fondo Monetario Internazionale (FMI) orientandole verso obiettivi di stabilità, ma si era rivelato incapace di gestire il cronico disavanzo della bilancia dei pagamenti americana e le pressioni inflazionistiche generate negli Stati Uniti dalla guerra nel Vietnam. Con la decisione unilaterale di far fluttuare il cambio del dollaro si aprì un decennio di instabilità che fu in gran parte la risultante della svalutazione del dollaro e dei conseguenti shock petroliferi del 1974 e del 1979. Dopo alcuni infruttuosi tentativi, i negoziati per rifondare su nuove basi il sistema di Bretton Woods si conclusero nel 1976 in tono minimalista con la legalizzazione della libera fluttuazione dei tassi di cambio nello statuto del FMI. All'inizio degli anni Ottanta, in seguito al processo di liberalizzazione, deregolamentazione e privatizzazione avviato da Margaret Thatcher nel Regno Unito e da Ronald Reagan negli Stati Uniti, si diffuse la convinzione che la piena mobilità internazionale dei capitali avrebbe interagito con i tassi di cambio fluttuanti nel garantire l'aggiustamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti e un contesto finanziario stabile.

Le cose andarono diversamente. Le nuove "regole del gioco" spianarono la strada alla globalizzazione della finanza. La combinazione di innovazione finanziaria e la rivoluzione delle tecnologie informatiche e di telecomunicazione produsse una straordinaria espansione dell'intermediazione finanziaria rispetto alla crescita del settore reale, sia nei paesi industrializzati che in quelli emergenti. In un contesto caratterizzato da politiche monetarie accomodanti, l'abbondanza di liquidità e di credito favorì il finanziamento degli squilibri globali dei pagamenti, allontanando a un futuro indeterminato il processo di aggiustamento. Le turbolenze finanziarie divennero sempre più frequenti e intense, con significative ripercussioni internazionali². In un articolo scritto nel 2001 da Michael Bordo, Barry Eichengreen e altri sul "problema delle crisi", si afferma che:

*"dal 1973 la frequenza delle crisi è stata doppia rispetto al periodo di Bretton Woods e a quello del gold standard, e pari soltanto ai periodi delle grandi crisi degli anni venti e trenta. La storia quindi conferma che c'è qualcosa di diverso e di preoccupante nella nostra epoca."*³

Poiché la frequenza delle crisi è aumentata dal 2001, è opportuno chiedersi finalmente che cosa è diverso e che cosa è preoccupante nell'epoca della globalizzazione finanziaria.

¹ Scritto per il gruppo di Astrid su "Il governo della globalizzazione"

² La lunga serie di crisi debitorie, disallineamenti dei cambi, fasi di illiquidità del mercato del credito, bolle nei prezzi delle attività, che ha caratterizzato l'era della globalizzazione è ormai stata oggetto di numerose analisi. Si vedano: Saccomanni F. (2008) *Managing International Financial Instability, National Tamers versus Global Tigers*, Cheltenham, UK e Northampton, Ma: Edward Elgar; Reinhart C.M. e K.S. Rogoff (2009), 'The Aftermath of Financial Crises', NBER Working Paper No.14656, gennaio, Cambridge.

³ Cfr. Bordo M., B. Eichengreen, D. Klingebiel e M.S. Martinez-Peria (2001), "Is the Crisis Problem Growing more Severe", *Economic Policy*, aprile, pp. 53-82.

Cosa è diverso:

- l'economia mondiale opera nel contesto di un "sistema monetario internazionale guidato dal mercato" in cui le forze di mercato determinano i tassi di cambio e l'allocazione internazionale del capitale. È questo il punto centrale di un articolo che Tommaso Padoa-Schioppa ed io scrivemmo per una conferenza celebrativa del 50° Anniversario del sistema di Bretton Woods nel 1994⁴; già allora sottolineavamo il rischio che l'accresciuta globalizzazione dei mercati finanziari potesse mettere a repentaglio la stabilità del sistema finanziario;
- gli intermediari finanziari che operano su scala globale agiscono in un contesto altamente competitivo, ma con strategie sostanzialmente uniformi per quanto concerne l'allocazione del credito, la gestione del rischio e le funzioni di reazione agli andamenti macroeconomici e agli sviluppi di mercato;
- l'innovazione finanziaria (principalmente attraverso le cartolarizzazioni e i derivati) ha notevolmente accresciuto la capacità dei *global players* di frazionare e ridistribuire i rischi di mercato e di credito.

Cosa è preoccupante:

- non esiste alcuna "àncora" di sistema che orienti alla stabilità le politiche macroeconomiche perseguite da paesi aventi rilevanza sistemica (o, il che è lo stesso, ciascun paese si dà la propria àncora);
- politiche monetarie mirate esclusivamente alla stabilità dei prezzi al consumo non impediscono l'insorgere di andamenti insostenibili dei flussi creditizi e dei prezzi delle attività (azioni, obbligazioni, valute, beni immobili);
- la prociclicità del sistema finanziario è stata accentuata da fattori che generano un'eccessiva creazione di credito seguita da una brusca contrazione. Tali fattori sono riconducibili sia a dinamiche di mercato (sottovalutazione dei rischi, sovrastima della liquidità, uniformità delle strategie finanziarie, asimmetrie informative, comportamenti "da gregge") sia alla regolamentazione finanziaria (requisiti patrimoniali, principi contabili basati sul *mark-to-market*);
- un perverso sistema di incentivi e carenze nella regolamentazione hanno consentito all'innovazione finanziaria di trasferire i rischi di credito su soggetti non regolamentati;
- estesi conflitti di interesse tra *originators* di prodotti finanziari, agenzie di *rating* e consulenti legali hanno favorito la diffusione di strumenti finanziari complessi, rischiosi e opachi presso investitori privi di un'adeguata cultura della gestione del rischio.

La risposta all'instabilità finanziaria

La risposta della comunità internazionale agli episodi di instabilità che hanno interessato il sistema monetario e finanziario mondiale a partire dagli anni Ottanta si è, nel complesso, basata su un approccio caso per caso, con un'enfasi su fattori e circostanze "nazionali", piuttosto che sulle determinanti "sistemiche". Ciò ha rispecchiato la convenzione prevalente, secondo cui le crisi sono inevitabili poiché esse sono per lo più causate da fattori umani immutabili quali l'avidità e la credulità. Le crisi sono inoltre considerate come parte di un processo fisiologico in cui gli operatori "gracili" vengono eliminati mentre "i più robusti" sopravvivono e si rafforzano. In tale contesto, gli eccessi del mercato vengono tollerati, nella certezza che si auto-correggeranno in un periodo di tempo relativamente breve. Da un punto di vista di *policy*, la convenzione prevalente raccomanda il cosiddetto *house in order approach*. Quest'ultimo presuppone che gli squilibri abbiano un'origine

⁴ Cfr. Padoa-Schioppa T. e F. Saccomanni (1994), "Managing a market-led global financial system" in P.B. Kenen (ed.), *Managing the World Economy. Fifty Years After Bretton Woods*, Washington, D.C.: Institute for International Economics, pp. 235-68.

nazionale e richiede che tutti i paesi adottino al loro interno politiche economiche appropriate. In questo approccio non vi è alcuna esigenza di governo del sistema monetario e finanziario internazionale da parte di istituzioni sovranazionali, salvo quella, appunto, di assistere i paesi a tenere la loro casa in ordine.

In realtà, i fattori nazionali hanno certamente un ruolo nel provocare situazioni di crisi, ma essi sono amplificati e propagati dall'operare dei mercati finanziari globali. Dunque, una risposta equilibrata alle crisi dovrebbe idealmente affrontare entrambi i fattori. Invece, la strategia è stata generalmente indirizzata alla correzione delle cause nazionali degli squilibri, come nel caso dei pacchetti di sostegno finanziario del FMI ai paesi emergenti durante gli anni Novanta. Azioni mirate ad affrontare problemi sistemici sono state sporadiche e di portata limitata. Interventi occasionali volti a correggere disallineamenti dei tassi di cambio tra le principali valute sono stati effettuati dai paesi del G7 e qualche successo è stato raggiunto principalmente nel frenare andamenti insostenibili o ingiustificati, come l'apprezzamento del dollaro a metà degli anni Ottanta, l'apprezzamento dello yen nel 1995 o il deprezzamento dell'euro nel 2000. Tuttavia in anni più recenti il G7 si è limitato a formulare orientamenti con annunci verbali più che con misure di politica economica.

Anche la tanto enfaticizzata “riforma dell'architettura finanziaria internazionale”, varata dai paesi del G7 dopo le crisi debitorie degli anni Novanta, mirava essenzialmente a rafforzare i sistemi finanziari dei paesi emergenti, soprattutto attraverso l'adozione di una serie di standard e di codici di buona condotta per gli intermediari, i mercati e i supervisori. Il piano attirò autorevoli critiche per non aver affrontato altre questioni fondamentali, quali l'azzardo morale derivante dai piani di salvataggio del FMI o la sovrapposizione dei ruoli del FMI e della Banca Mondiale nella gestione e nella risoluzione delle crisi. Fred Bergsten e Paul Volcker criticarono il piano perché ignorava la questione della riforma del regime dei tassi di cambio, un'omissione da loro equiparata a “vedere l'Amleto senza il Principe di Danimarca”⁵.

All'atto pratico, la riforma dell'architettura obbligò il FMI a investire una notevole quantità di risorse nel Financial Sector Assessment Program (FSAP) che si è tradotto nella redazione di un gran numero di rapporti, tanto pregevoli quanto poco utilizzati sul piano operativo anche perché gli Stati Uniti e la Cina non hanno finora accettato di sottoporsi al programma di valutazione. Anche su un altro obiettivo della riforma, quello di colmare le lacune della regolamentazione finanziaria, il FMI ha dovuto concentrarsi principalmente sull'attività dei centri *off-shore* localizzati in isole esotiche, invece che sugli *hedge funds* e su altri operatori non regolamentati dotati di maggiore rilevanza sistemica.

Secondo alcuni autorevoli osservatori⁶, l'aver orientato il FMI verso la supervisione del settore finanziario ha comportato uno “stravolgimento della missione” del Fondo, sottraendo risorse al suo principale compito istituzionale, vale a dire il controllo sulle politiche macroeconomiche e di cambio dei paesi membri. Sorprendentemente, una posizione simile fu presa anche dal Tesoro statunitense, secondo cui il FMI “si era letteralmente addormentato al volante nell'esercizio della sua principale funzione – la sorveglianza sui tassi di cambio”⁷. Questa inattesa “sveglia” aveva in realtà motivazioni “domestiche” per l'ampliamento del disavanzo commerciale tra Stati Uniti e Cina - interamente attribuito alla sottovalutazione del renminbi – più che da preoccupazioni per la stabilità globale.

In conclusione, è da condividere il giudizio di Ted Truman secondo cui “il FMI, come l'istituzione preminente della cooperazione finanziaria internazionale, è in fase di eclissi e, di

⁵ Cfr. Goldstein M. (ed.) (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The future International Financial Architecture* (Goldstein Report), Washington DC.: Institute for International Economics.

⁶ Cfr. Truman E.M. (ed.) (2006), *Reforming the IMF for the 21st Century*, 19 aprile, Washington, DC.: Institute for International Economics.

⁷ Cfr. Adams T.D. (2006), “The IMF: back to basics” in Truman E.M. (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, 19 aprile, Washington, DC.: Institute for International Economics, pp.133-8.

conseguenza, la situazione mondiale è peggiorata”⁸. L’aver permesso tale “eclissi” è stato probabilmente l’errore più grave nella risposta della comunità internazionale alle sfide della globalizzazione. Esso ha portato alla percezione, da parte dei mercati e dell’opinione pubblica in generale, che l’ampliamento degli squilibri dei pagamenti globali, i disallineamenti nei tassi di cambio, la rapida crescita degli aggregati monetari e creditizi, la cronica sottovalutazione dei rischi, non costituissero una minaccia alla stabilità finanziaria globale. Tale percezione è stata rafforzata dalla decisione degli azionisti del FMI, presa proprio alla vigilia dello scoppio della crisi dell’agosto 2007, di “ridimensionare” l’istituzione, quasi che essa non avesse più altro da fare, dal momento che, in un contesto internazionale caratterizzato da abbondantissima liquidità, la sua attività di concessione di crediti ai paesi membri si era sostanzialmente azzerata. E così la comunità internazionale è andata incontro alla peggiore crisi economica e finanziaria dagli anni Trenta con ingiustificato compiacimento, inadeguata preparazione e con la sua principale istituzione indebolita.

Verso un nuovo sistema di Bretton Woods?

La crisi, che dall’agosto 2007 ha scosso la finanza globale e che tuttora paralizza l’economia mondiale, ha riproposto con urgenza il tema della riforma del sistema monetario e finanziario internazionale, al fine di renderlo meno vulnerabile alle crisi e più resistente agli shock. Le complesse questioni sottostanti a questo ambizioso obiettivo sono già all’agenda dei lavori sia del FMI e del Financial Stability Forum (FSF), sia del G7 e del G20 (che raggruppa i paesi del G7, l’Unione Europea e i principali paesi emergenti). Si è anche avviato un vivace dibattito tra politici, accademici e analisti finanziari. Uno dei temi ricorrenti di tale dibattito è l’esigenza di dar vita a un “nuovo Bretton Woods”, e la recente riunione dei Capi di Stato e di Governo del G20, tenutasi a Washington il 15 novembre 2008, è stata giudicata da molti osservatori come il punto di partenza di un processo che potrebbe portare a una riforma fondamentale del sistema monetario e finanziario mondiale⁹.

Se per un “nuovo Bretton Woods” si intende un sistema costruito sulle fondamenta del “vecchio”, può essere opportuno ricordarne la configurazione. Fondamentalmente, il sistema di Bretton Woods poggiava su tre pilastri principali: (i) un’ancora di stabilità per le politiche macroeconomiche, operante attraverso un regime di parità fisse rispetto all’oro e al dollaro statunitense per le monete dei paesi membri; (ii) l’obbligo di mantenere libero da restrizioni il commercio internazionale e le altre transazioni correnti; (iii) la possibilità di introdurre limiti ai movimenti di capitale per ripristinare l’equilibrio nella bilancia dei pagamenti. Ovviamente, in ogni progetto di riforma, tali pilastri andrebbero adattati alla nuova realtà della globalizzazione finanziaria. Lasciando per un momento da parte la questione dell’“ancora” prevista dal primo pilastro, va detto che nella Dichiarazione del Summit del G20 vi sono spunti incoraggianti circa gli altri due pilastri.

Sulla libertà degli scambi, il paragrafo 13 della Dichiarazione del G20 usa parole forti in merito all’“importanza del rifiuto del protezionismo” ed esprime un fermo impegno sia a “evitare di innalzare nuove barriere agli investimenti o agli scambi di beni e servizi”, sia a raggiungere una “conclusione positiva della Doha Development Agenda del WTO con un risultato ambizioso ed equilibrato”. Si tratta di un linguaggio piuttosto inconsueto, che suona piacevolmente fuori dal coro rispetto alla sensazione generale che il ricorso al protezionismo sia una strada obbligata per uscire dalla crisi in atto.

Per quanto riguarda la regolamentazione finanziaria, il paragrafo 9 della Dichiarazione del G20 delinea un approccio generale che esclude il ricorso a forme obsolete di restrizione che impediscano od ostacolino l’operatività dei mercati finanziari. Questo è un dato positivo e dovrebbe attenuare le

⁸ Cfr. Truman E.M. (ed.) (2006), op.cit.

⁹ Cfr., ad esempio, Eichengreen B. e R. Baldwin (eds) (2008), “What G20 Leaders Must Do to Stabilise our Economy and Fix the Financial System”, Centre for Economic Policy Research, Londra: pubblicazione circolata sul sito VoxEU.org alla vigilia della riunione del G20.

preoccupazioni di chi temeva un ritorno al passato. Vi è peraltro un forte impegno ad “assicurare che tutti i mercati finanziari, i prodotti e gli operatori siano regolamentati o assoggettati a forme di sorveglianza adeguate alle loro caratteristiche”. Il G20 ha poi delineato la necessità di accrescere la trasparenza e la sindacabilità, promuovere l'integrità nei mercati finanziari e rafforzare la cooperazione internazionale in campo regolamentare, dando pieno appoggio al programma e alla divisione del lavoro concordati in questo ambito dal Managing Director del FMI e dal Chairman del FSF. In particolare, il FSF sta lavorando per assicurare che gli intermediari bancari e finanziari abbiano più capitale e meno debito e siano soggetti a una regolamentazione più efficace. Questi obiettivi implicano, tra l'altro, la riduzione della prociclicità della struttura regolamentare e della sua tendenza ad affidarsi alla “auto-regolamentazione” da parte degli operatori del mercato, che può degenerare in forme di *regulatory capture*. Si tratta di un cambiamento positivo rispetto all'atteggiamento che, in passato, ha consentito di sottrarre una quota sempre maggiore dei mercati, dei prodotti e degli operatori alla regolamentazione in virtù di una loro presunta “mancanza di impatto sistemico”. Quell'approccio aveva generato un “sistema bancario ombra” costituito da società veicolo (SIVs) e *conduits* non regolamentati, che diffondevano prodotti di finanza strutturata opachi, come i *subprimes* e altre attività rischiose, con il contributo fattivo di agenzie di *rating* anch'esse non regolamentate.

Se i due pilastri così delineati saranno sufficientemente solidi e stabili per sostenere il sistema riformato dipenderà, ovviamente, dal risultato finale dei negoziati nelle sedi internazionali specializzate. Da questo punto di vista, ad esempio, la decisione di rinviare *sine die* i negoziati per il Doha Round sul commercio internazionale è certamente un passo indietro, in netto contrasto con le promesse del G20.

Passando infine alla questione dell'ancora per le politiche macroeconomiche, va detto chiaramente che i progressi sinora raggiunti nelle sedi ufficiali sono alquanto deludenti. La Dichiarazione del G20 sottolinea la necessità di una riforma delle istituzioni finanziarie internazionali, che soprattutto rispecchi in modo più adeguato “l'evoluzione dei pesi economici nell'economia mondiale al fine di aumentarne la legittimazione e l'efficacia”. Non è detto che queste misure siano in grado di garantire che una crisi globale, come quella attuale, non si ripeta. La prociclicità è una caratteristica insita in tutti i sistemi finanziari ed è illusorio pensare che un mero riequilibrio dei poteri in seno al FMI e alla Banca Mondiale possa evitare il rischio di crisi, in assenza di efficaci meccanismi sovranazionali che promuovano politiche macroeconomiche orientate alla stabilità, soprattutto da parte di paesi di grande importanza sistemica.

L'ancoraggio internazionale delle politiche economiche di paesi sovrani è una questione politicamente assai complessa, ma forse è giunto il momento di riesaminare le possibili soluzioni sul piano tecnico. Non è proponibile che il “vecchio Bretton Woods” possa rappresentare un'efficace soluzione per il XXI secolo: l'era dei tassi di cambio fissi è finita. Tuttavia, si deve anche riconoscere che tassi di cambio liberamente fluttuanti non hanno realmente favorito l'aggiustamento degli squilibri globali. Forse ciò è dovuto al fatto che oggi le valute sono diventate delle vere e proprie attività finanziarie autonome, che sono negoziate a fini di profitto sul mercato globale dei cambi con minimi collegamenti con il contesto economico o di bilancia dei pagamenti dei paesi che le emettono: il tasso di cambio è divenuto pertanto più parte del problema che della soluzione.

Da questo punto di vista sarebbe più razionale fare nuovamente riferimento ad ancoraggi basati su un sistema di zone obiettivo (*target zones*) per le principali valute monitorato dal FMI o a un conto di sostituzione (*substitution account*), attraverso il quale le valute nazionali create in eccesso rispetto alla domanda potrebbero essere convertite in diritti speciali di prelievo (SDR), una attività di riserva creata dal FMI nel 1970, che è stata finora poco usata ma che per la sua natura di “paniere di valute” potrebbe garantire una maggiore stabilità ai detentori. Per quanto razionale, un ritorno a questi meccanismi non sembra tuttavia promettente per ragioni che sono forse più ideologiche che pratiche, ma tuttora fortemente sostenute.

Realisticamente, l'unico “ancoraggio” cui si può pensare attualmente è di tipo istituzionale, ossia che si basi su un'istituzione dotata di efficaci poteri di sorveglianza multilaterale sulle politiche

economiche dei membri. Anche questo è più facile a dirsi che a farsi. Willem Buiter, con la sua tipica schiettezza, ha recentemente ingiunto ai leader del G20: “Non perdetevi tempo con la sorveglianza multilaterale. Il FMI non avrà mai alcuna influenza sui maggiori stati membri con forti posizioni di bilancio e sull'estero”¹⁰. Questa affermazione ha una certa giustificazione dato che, sinora, l'azione di sorveglianza del FMI non è stata molto efficace, nonostante numerosi tentativi per rafforzarla. Vale la pena di ricordare che il fondamento normativo per l'attività di sorveglianza del FMI è l'art. IV dello Statuto, in vigore quindi fin dal 1946. Tuttavia la sorveglianza, ancorché esercitata da un'istituzione “multilaterale” come il FMI, è stata in realtà un processo “bilaterale” tra il FMI stesso e singoli paesi, divenendo di fatto lo strumento principale per realizzare quel *house in order approach* di cui si è detto prima. La sorveglianza è stata particolarmente efficace nel condizionare le politiche economiche dei paesi membri quando era associata all'erogazione di finanziamenti da parte del FMI; questi prevedono infatti clausole contrattuali che legano gli esborsi al rispetto di specifiche misure di politica economica concordate col FMI. Fino agli anni Settanta, sono stati assoggettati a questo tipo di sorveglianza anche paesi industriali come gli Stati Uniti, la Gran Bretagna, la Francia e l'Italia. Col procedere della globalizzazione, i paesi industriali si sono “affrancati” da questa stretta sorveglianza, che è stata esercitata essenzialmente negli anni Ottanta e Novanta nei confronti dei maggiori paesi emergenti in America Latina, Asia e Europa orientale, dopodiché neanche su questi, fino allo scoppio delle crisi del 2007-09.

La sorveglianza non è quindi mai stata veramente “multilaterale” perché, salvo che nelle sue attività di analisi e di ricerca, il FMI non ha mai avuto il consenso politico necessario ad estendere i suoi poteri per fronteggiare squilibri di natura globale, per limitare le ripercussioni internazionali destabilizzanti di politiche economiche nazionali di paesi a rilevanza sistemica, per evitare che il contagio di tensioni finanziarie si trasmettesse da mercato a mercato e da paese a paese. Come ricorda Padoan (2009) nel suo contributo a questo volume, vi è stato solo un timido tentativo da parte del FMI, di condurre nel corso del 2006 *multilateral consultations* coinvolgendo gli Stati Uniti, l'Unione Europea, il Giappone, la Cina e l'Arabia Saudita. L'esercizio che non aveva portato a conclusioni pratiche, ma che aveva messo a fuoco per la prima volta importanti questioni di rilevanza sistemica, non fu più ripetuto perché il Comitato ministeriale del FMI concluse nella primavera del 2007 (notare la data!) che i paesi partecipanti alla consultazione erano fiduciosi che le loro politiche avrebbero contribuito a “sostenere una robusta crescita economica e a risolvere gli squilibri” (sic!). In quella stessa occasione il Comitato del FMI approvò una nuova Decisione in tema di *Bilateral Surveillance* che impegnava il FMI a darsi una nuova procedura per attuare la “sorveglianza multilaterale”. L'accordo su questa decisione, fortemente osteggiata dai paesi emergenti, con la Cina in testa, fu raggiunto solo dopo che il Comitato avesse formalmente precisato che la sorveglianza del FMI non avrebbe comportato nuovi obblighi per i membri, avrebbe tenuto conto delle condizioni dei singoli paesi e della necessità di garantire uniformità di trattamento, e che sarebbe stata esercitata in modo flessibile. Ciononostante, la Cina espresse un voto contrario sulla Decisione, temendo che essa sarebbe stata applicata in modo iniquo nei suoi confronti.

Dopo lo scoppio della crisi, il FMI ha aggiornato le *surveillance priorities* per il triennio 2008-2011 nell'ottobre scorso mettendo ancora una volta l'accento sulla necessità di affrontare i problemi posti dalla crisi in una “prospettiva multilaterale”, di rafforzare la sorveglianza sul settore finanziario, sui tassi di cambio e sui rischi per la stabilità esterna. Si tratta di indicazioni già formulate in passato con scarsi risultati. La gravità della crisi attuale impone che la comunità internazionale compia un ulteriore sforzo per rafforzare i poteri di sorveglianza del FMI.

Nell'ambito di una nuova procedura di sorveglianza rafforzata, al FMI dovrebbe essere affidato il compito di: (i) identificare, utilizzando anche l'esperienza del FSF e di altre istituzioni internazionali e organismi di *standard-setting*, andamenti non sostenibili degli squilibri nei pagamenti, dei flussi di credito, dei prezzi delle attività, dei tassi di cambio; (ii) analizzare le ripercussioni internazionali delle politiche economiche dei paesi a rilevanza sistemica, individuando i canali di trasmissione e di

¹⁰ Cfr. Buiter W. (2008), “Some Suggestions for the G20 on November 15th”, in Eichengreen B. e R. Baldwin (eds), op.cit., pp. 17-20.

contagio; (iii) condurre consultazioni multilaterali per concordare il *policy mix* più adatto a promuovere l'aggiustamento degli squilibri globali e ridurre i rischi per la stabilità monetaria e finanziaria internazionale. Si tratta di compiti la cui attuazione necessita di ulteriori approfondimenti sia sul piano analitico, sia su quello istituzionale. La politica monetaria e le misure di regolamentazione dovrebbero essere formulate in modo da integrarsi a vicenda nel contesto di un "approccio macro-prudenziale", secondo il quale gli obiettivi di contrasto dell'inflazione e di salvaguardia della stabilità dei sistemi finanziari potrebbero essere perseguiti congiuntamente. In questo campo, il FMI potrebbe integrare il lavoro svolto dalla Banca dei Regolamenti Internazionali e dalle maggiori banche centrali, e in particolare dalla BCE. Le raccomandazioni del FMI dovrebbero essere poi discusse in ambito multilaterale, possibilmente in una sede più ristretta del Consiglio d'Amministrazione e comprendente solo i paesi a rilevanza sistemica¹¹. Nel caso in cui le indicazioni di *policy* formulate nel contesto della sorveglianza multilaterale non venissero seguite, il FMI dovrebbe rendere formalmente pubbliche le proprie valutazioni al mercato e all'opinione pubblica. È possibile che ciò possa provocare una certa volatilità nei mercati finanziari, ma rafforzerà anche la percezione del mercato di un rischio bi-direzionale, contribuendo in tal modo a frenare andamenti unidirezionali e insostenibili del mercato che, inevitabilmente, portano ad eccessi nell'espansione (e nella contrazione) del credito, a bolle speculative e disallineamenti.

La crisi che l'economia mondiale sta attraversando può rappresentare un'opportunità unica per correggere i difetti e le inadeguatezze dell'attuale sistema monetario e finanziario internazionale guidato dal mercato. Spetta alle autorità monetarie e finanziarie dei principali paesi riassumere il governo del sistema nella sede multilaterale del FMI. Se la risposta della comunità internazionale sarà tardiva e debole, diverrà irresistibile, per le forze politiche e l'opinione pubblica, la tentazione a ricorrere al protezionismo, all'autarchia, al "fai da te" nelle strategie di politica economica. Si dovrà trovare il modo per favorire la gestione immediata della crisi senza compromettere le prospettive di medio periodo di crescita equilibrata dell'economia mondiale e la stabilità del sistema monetario e finanziario globale. In questa difficile impresa, la comunità internazionale dovrebbe seguire i buoni precetti che Barry Eichengreen e Richard Baldwin delineano nell'introduzione al libro già citato: "rafforzare le istituzioni esistenti; pensare a soluzioni fuori dagli steccati convenzionali; non nuocere"¹².

¹¹ Una proposta in tal senso era stata da me formulata anni fa. Vedi: Saccomanni F. (1988) "On Multilateral Surveillance" in Guerrieri P. e P.C. Padoan, *The Political Economy of International Co-operation*, London: Croom Helm, pp. 58-86. In quell'articolo si sottolineava il problema per l'esercizio della sorveglianza posto dai meccanismi di voto ponderato negli organi decisionali del Fondo e dal principio dell'*uniform treatment of members* sanciti dallo Statuto. Si prefigurava quindi la possibilità di costituire un *Multilateral Surveillance Council* informale, in cui i membri a rilevanza sistemica avrebbero potuto discutere i problemi di aggiustamento degli squilibri globali, in condizioni paritetiche e con un metodo decisionale consensuale.

¹² Cfr. Eichengreen B. e R. Baldwin (eds), op.cit. pp. 1-2.