

LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

**IL FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE**

Roma, 24 aprile 1986

## 1. Introduzione

Nella costellazione di organizzazioni, comitati ministeriali, gruppi consultivi e accordi nei quali si è articolata negli ultimi quarant'anni la cooperazione internazionale in campo economico, numerose istituzioni, quali la Banca mondiale, la BRI, il GATT, l'OCSE svolgono funzioni rilevanti nel promuovere lo sviluppo, l'integrazione economica, la stabilità finanziaria. Una posizione di particolare preminenza tra di esse è occupata dal Fondo monetario internazionale: per tale motivo concentrerò la mia attenzione sul ruolo e sulle funzioni di questa istituzione.

L'ambito di influenza del Fondo è virtualmente universale sia nella definizione delle competenze sia nell'estensione geografica. Le sue responsabilità riguardano tutta la sfera delle relazioni monetarie e finanziarie internazionali, con giurisdizione e concreti poteri di indirizzo in materia di cambi, di restrizioni sui pagamenti correnti, di politiche di aggiustamento esterno, di liquidità internazionale. L'incisività dei poteri e l'influenza in questi campi sono variati nel corso degli anni, dipendendo in ogni momento dal consenso e dal sostegno dei paesi membri; tra questi, assumono un peso particolare i maggiori paesi industriali, fornitori di una quota rilevante delle risorse e detentori, di fatto, di un potere di veto sulle principali decisioni.

Nei quattro decenni trascorsi dalla costituzione, i membri del Fondo sono passati da 35 a 149, arrivando a comprendere la quasi totalità dei paesi industrializzati e di quelli in via di sviluppo, inclusi anche paesi a regime socialista. Il Fondo, infine, dispone di cospicue risorse utilizzabili per la promozione dei propri fini istituzionali: attualmente il totale delle quote versate dai paesi membri ammonta a circa 90 miliardi di DSP, ossia a oltre 100 miliardi di dollari.

Il Fondo fu istituito, insieme con la Banca mondiale, in seguito alla conferenza internazionale di Bretton Woods, nel New Hampshire, del luglio del 1944, la quale fissò i lineamenti del sistema monetario internazionale post-bellico. L'obiettivo principale inizialmente assegnato all'istituzione fu la ricostruzione di un sistema commerciale libero da restrizioni nel quale fossero garantite la convertibilità delle valute per i pagamenti correnti e la stabilità dei cambi.

Sorto come istituzione finanziaria, preposta alla concessione di finanziamenti al fine di evitare il ricorso a pratiche restrittive degli scambi o a svalutazioni competitive, il Fondo ha dovuto nei decenni successivi far fronte alle esigenze poste da mutamenti fondamentali nel sistema monetario. Negli anni cinquanta e nei primi anni sessanta esso ha sviluppato una "filosofia" e una strumentazione dell'aggiustamento esterno per l'utilizzo delle sue risorse; tale filosofia era centrata sul mantenimento delle parità delle valute e condizionava la concessione di finanziamenti alla correzione degli squilibri esterni con gli strumenti di gestione aggregata della domanda. In seguito, di fronte al rischio di scarsità della liquidità ufficiale, in previsione di un ritorno all'attivo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, con il primo emendamento dello Statuto fu attribuita al Fondo la facoltà di emettere diritti speciali di prelievo (DSP) e, in tale modo, di contribuire direttamente alla regolazione della liquidità internazionale.

L'abbandono, al principio degli anni settanta, del sistema dei cambi fissi e l'espansione dei mercati internazionali dei capitali seguita al primo shock petrolifero hanno di nuovo mutato il quadro internazionale. Con il secondo emendamento, entrato in vigore nel 1978, lo Statuto del Fondo ha preso atto del regime di flessibilità dei cambi;

contestualmente sono stati attribuiti all'istituzione ampi poteri di sorveglianza sulle politiche del cambio dei paesi membri e, più in generale, sul sistema monetario, con l'obiettivo di garantirne l'efficace funzionamento. Dopo l'emergere della crisi del debito estero all'inizio di questo decennio, il Fondo ha svolto ancora una volta un ruolo centrale per la salvaguardia della stabilità finanziaria, coordinando i programmi economici di riequilibrio esterno e il sostegno finanziario fornito ai paesi indebitati.

Anche se non tutti gli obiettivi assegnati all'istituzione sono stati raggiunti, come è testimoniato dall'instabilità nelle relazioni finanziarie e di cambio dell'ultimo decennio, il Fondo rimane un luogo fondamentale di riferimento della cooperazione economica internazionale. La chiave che spiega questo non trascurabile risultato è la combinazione di solidità dell'architettura e di flessibilità nell'articolazione degli strumenti e delle politiche che l'istituzione ha saputo darsi: ciò testimonia la lungimiranza degli artefici che la progettarono mentre era ancora lontana la fine della guerra.

## **2. Obiettivi e strutture**

I compiti del Fondo monetario sono enunciati nell'articolo 1 dello Statuto, che vale la pena di citare integralmente:

"(i) promuovere la cooperazione monetaria internazionale attraverso un'istituzione permanente che fornisca il meccanismo di consultazione e cooperazione sui problemi monetari internazionali;

(ii) facilitare l'espansione equilibrata del commercio internazionale e contribuire in tal modo a promuovere e a mantenere elevati livelli di

occupazione e reddito reale e lo sviluppo delle risorse produttive dei paesi membri come obiettivi primari della politica economica;

(iii) promuovere la stabilità dei cambi, mantenere regimi di cambio ordinati tra i paesi membri ed evitare svalutazioni competitive;

(iv) assistere i paesi membri nell'istituzione di un sistema multilaterale dei pagamenti per le transazioni correnti e nell'eliminazione delle restrizioni di cambio...;

(v) dare fiducia ai paesi membri mettendo temporaneamente a loro disposizione risorse finanziarie a condizioni adeguate, consentendo loro di correggere gli squilibri nei pagamenti con l'estero senza far ricorso a misure dannose per la prosperità economica nazionale o internazionale;

(vi) in conformità con quanto sopra, ridurre la durata e moderare l'ampiezza degli squilibri nei conti con l'estero dei paesi membri."

Va sottolineato il riferimento alle finalità ultime dell'espansione del reddito, degli scambi e delle risorse in condizioni di piena occupazione, rispetto alle quali la stabilità dei cambi, la rimozione delle restrizioni e il mantenimento di posizioni esterne equilibrate sono considerati strumentali. Se l'obiettivo finale è quello della crescita ordinata dell'economia e degli scambi, quello intermedio è la salvaguardia di un regime aperto dei pagamenti, nel quale si rinunci a utilizzare strumenti di aggiustamento esterno che, invece di rimuovere gli squilibri, cerchino di trasferirne all'estero il costo.

La struttura del Fondo è strettamente funzionale al perseguimento dei suoi obiettivi. Anzitutto, come si è detto esso dispone di risorse cospicue, derivanti dal versamento delle quote dei paesi membri; quote che riflettono il peso economico e finanziario di ciascun paese

nell'economia mondiale. Le valute così ottenute vengono utilizzate per estendere finanziamenti ai paesi membri che ne abbiano necessità; ogniqualvolta la valuta di un paese viene utilizzata, esso acquista un credito nei confronti del Fondo. Quest'ultimo è dunque assimilabile a un fondo mutuo di credito (credit union), i cui membri si aiutano a vicenda a superare difficoltà temporanee nei conti con l'estero. Poiché sono rappresentati nell'istituzione in proporzione al proprio peso economico e finanziario, quanto più i paesi membri coprono nel loro insieme una quota rilevante dell'economia e del commercio mondiale, tanto più il "fondo di compensazione" costituito dalle risorse del Fondo corrisponde a un sistema "chiuso" dei pagamenti internazionali, nel quale ogni disavanzo trova copertura in un corrispondente avanzo. Per ogni paese in difficoltà, ve ne saranno in generale altri in grado di fornire risorse finanziarie.

Inoltre, il Fondo è abilitato dallo Statuto ad accrescere le proprie disponibilità finanziarie mediante l'indebitamento. Tale possibilità è stata utilizzata per la prima volta nel 1962, con la conclusione degli Accordi Generali di Prestito (GAB) con i paesi del Gruppo dei Dieci, che si impegnarono a integrare le risorse del Fondo nel caso di tiraggi da parte di uno dei paesi partecipanti agli accordi<sup>1/</sup>. Ma è soprattutto negli anni settanta e nella prima parte di questo

-----  
<sup>1/</sup> Lo scopo dell'accordo era quello di preservare la liquidità del Fondo nel caso di un prelievo da parte degli Stati Uniti, la cui valuta era stata fino a quel momento lo strumento principale dei finanziamenti erogati ai membri, e che per la prima volta nel dopoguerra aveva registrato disavanzi esterni. Nel 1983 le risorse del GAB sono state ampliate dai circa 6 miliardi originari a 18,5 miliardi di DSP; inoltre, esse sono utilizzabili anche per tiraggi sul Fondo da parte di paesi membri non partecipanti agli accordi stessi, qualora appaia minacciata la stabilità del sistema monetario internazionale e le risorse del Fondo siano insufficienti a coprire la necessità di finanziamento.

decennio che, con il manifestarsi di ampi squilibri strutturali nei pagamenti internazionali in seguito agli shocks petroliferi, il Fondo ha fatto ricorso ad accordi di prestito, con governi e con istituzioni ufficiali<sup>2/</sup>: ciò è avvenuto non solo per la necessità di finanziare disavanzi con l'estero assai più ampi e prolungati, ma anche per il venir meno dell'ipotesi di corrispondenza tra il peso dei paesi nel Fondo e il loro peso negli scambi e nell'economia mondiale. Il ricorso a prestiti da paesi membri ha risposto a esigenze specifiche di carattere eccezionale: esso non ha alterato il principio fondamentale di funzionamento dell'istituzione basato sulle quote.

Le caratteristiche delineate distinguono nettamente il Fondo monetario da una banca centrale; vale la pena di soffermarsi su questa differenza, che spesso è fonte di confusione e di improprie "domande" sulle possibilità operative dell'istituzione. Rispetto a una banca centrale, il Fondo si differenzia in quanto: (a) l'ammontare delle proprie attività è fissato con decisioni esterne all'istituzione, assunte con gli aumenti, di norma quinquennali, delle quote; (b) il meccanismo di credito implica nella sostanza una redistribuzione di

-----  
2/ Per il finanziamento delle Oil Facilities del 1974 e del 1975 il Fondo prese a prestito 6,9 miliardi di DSP da quindici paesi o istituzioni ufficiali; nel 1979, dopo il secondo shock petrolifero, negoziò nuovi prestiti per 7,8 miliardi di DSP con quattordici paesi membri più la Banca Nazionale Svizzera; infine, con l'istituzione della politica di accesso allargato (EAP, cfr. para. 3), il Fondo ha successivamente concluso nel 1981 un accordo di prestito bilaterale con la banca centrale dell'Arabia Saudita (SAMA) per 8 miliardi di DSP e un accordo a breve termine per 1,3 miliardi di DSP con la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e con le autorità monetarie di diciotto paesi membri; e, nell'aprile del 1984, quattro nuovi accordi di prestito (per un totale di 6 miliardi di DSP) sono stati conclusi con la SAMA, la BRI, il Giappone e la Banca Nazionale del Belgio.

valute convertibili fra i paesi membri; (c) i crediti del Fondo sono concessi in base al fabbisogno esterno dei paesi singoli e non allo stato della liquidità aggregata del sistema. Della banca centrale mancano inoltre la discrezionalità e la rapidità dell'azione richieste per operazioni di sostegno della liquidità. Tale situazione si è parzialmente modificata con la creazione del DSP, che è attività internazionale di riserva. Tuttavia, le possibilità di espansione di questo strumento e la capacità del Fondo di utilizzarlo a fini di regolazione della liquidità aggregata sono al momento modeste.

Pur non essendo una banca centrale, il Fondo è un'istituzione monetaria in quanto -- come è espressamente stabilito nello Statuto e come è implicito nei principi che ne regolano le operazioni -- esso concede finanziamenti per un arco di tempo limitato, normalmente tra 3 e 5 anni, con l'intesa che il rimborso avverrà non appena il miglioramento della posizione esterna lo consenta. In questo, esso si differenzia da un'istituzione di finanziamento dello sviluppo, o da istituzioni preposte alla realizzazione di obiettivi "strutturali" o di lungo termine. La breve durata dei finanziamenti, che consente una rapida ricostituzione delle risorse, è intesa a preservare la capacità del Fondo di assistere i suoi membri e la liquidità delle posizioni creditorie su di esso. Breve durata dei finanziamenti e natura "rotativa" delle risorse sono aspetti centrali dell'operatività del Fondo.

Le quote dei paesi membri costituiscono anche la base dei poteri di voto nell'istituzione. Tale principio di rappresentanza è stato oggetto costante di critiche, soprattutto da parte dei paesi in via di sviluppo che lo ritengono strumento di perpetuazione del potere



dominante nell'istituzione dei grandi paesi industrializzati<sup>3/</sup>. Va notato che il meccanismo di voto ponderato gioca un ruolo essenziale nel mantenere al Fondo il sostegno finanziario dei suoi membri, che vi vedono una garanzia del buon impiego delle risorse prestate. Difficilmente il Fondo potrebbe continuare a disporre delle sue importanti risorse, qualora fosse alterato il principio del voto ponderato.

Detto principio è tuttavia temperato da una pratica di gestione attenta a conciliare i diversi interessi: nel consiglio di amministrazione si vota assai raramente e il metodo normale per decidere è quello della ricerca del consenso. I membri del consiglio, nominati o eletti dai paesi membri, hanno per consolidata esperienza una sensibilità non solo per gli interessi nazionali, ma anche per quelli dell'istituzione e per la salvaguardia dello Statuto. I Servizi del Fondo hanno potuto formare, nel corso di quattro decenni, una classe di funzionari internazionali di qualità elevata, dotati di autonomia di giudizio e di esperienza, ai quali non poco è dovuto del prestigio e dell'autorevolezza dell'istituzione. In ultima analisi, la legittimazione del Fondo è stata mantenuta per la capacità di mediare tra i diversi interessi nazionali e di far scaturire gradualmente una concezione illuminata e concreta dell'interesse generale, nella quale paesi assai diversi possono complessivamente continuare a riconoscersi.

---

3/ Nel corso degli anni il peso relativo dei paesi in via di sviluppo è aumentato e rappresenta oggi circa il quaranta per cento del potere di voto; quello degli Stati Uniti è sceso dal quaranta a meno del venti per cento. Peraltro, tale paese mantiene tuttora un potere di veto in importanti decisioni (ad esempio, la modifica delle quote, il mutamento del regime dei cambi, le allocazioni e le cancellazioni di DSP) per le quali è richiesta una maggioranza qualificata dell'ottantacinque per cento dei voti.

### 3. Accesso ai finanziamenti del Fondo e condizionalità

Come si è detto, l'istituzione opera come una credit union basata sull'utilizzo a rotazione di un pool comune di valute. La politica normale di accesso alle risorse del Fondo prevede che un paese con difficoltà di bilancia dei pagamenti possa acquistare dal Fondo valute convertibili cedendo la propria moneta, fino a un massimo pari al 125 per cento della quota. Il limite può essere superato in circostanze particolari, valutate caso per caso dal consiglio di amministrazione, o nell'ambito di speciali facilitazioni di credito che prevedano limiti di accesso più ampi. L'accesso ai finanziamenti del Fondo è in generale condizionato all'esistenza di un programma economico di aggiustamento esterno.

Il concetto di Fondo mutuo e la condizionalità hanno giustificato anche un elemento di sussidio nel costo dei finanziamenti: originariamente il tasso d'interesse risultava sensibilmente inferiore ai tassi di mercato e le posizioni creditorie non erano remunerate. In seguito, i paesi creditori hanno ottenuto una remunerazione per l'utilizzo della propria valuta, gradualmente aumentata a livelli prossimi ai tassi di mercato; rendimenti in linea con quelli di mercato sono stati corrisposti anche sui fondi a prestito. Di conseguenza anche il costo dei finanziamenti del Fondo è stato aumentato e l'elemento di sussidio si è ridotto.

Il Fondo non faceva originariamente distinzione tra le cause degli squilibri delle bilance dei pagamenti, richiedendo indistintamente l'adozione di politiche di stabilizzazione atte a rimuoverli. Questo stato di cose fu modificato nel 1963, con l'istituzione della Compensatory Financing Facility (CFF), la quale introdusse il principio del finanziamento automatico e incondizionale per gli squilibri esterni

originati da cause al di fuori del controllo delle autorità del paese colpito<sup>4/</sup>. Si riconobbe, dunque, esplicitamente l'esigenza di distinguere i problemi di bilancia dei pagamenti secondo la loro origine. Tale motivazione è alla base delle successive nuove facilities introdotte tra la metà degli anni settanta e i primi anni ottanta.

Dopo il primo shock petrolifero furono così istituite due Oil Facilities (nel 1974 e nel 1975), caratterizzate da bassa condizionalità. Contemporaneamente, essendosi riconosciuto che la correzione di quegli squilibri era necessaria, ma che essa sarebbe dovuta avvenire gradualmente, fu deciso l'allungamento del periodo di utilizzo delle risorse attraverso la creazione nel 1974 della Extended Fund Facility (EFF), la quale contempla la possibilità di concedere prestiti per periodi compresi tra i 4 anni e mezzo e i 10 anni a paesi affetti da problemi "strutturali" di bilancia dei pagamenti. Infine, dopo il secondo shock petrolifero, con la creazione nel 1979 della Supplementary Financing Facility (SFF) e nel 1981 della Enlarged Access Policy (EAP), è divenuto possibile ottenere finanziamenti fino a circa 3 volte la quota per programmi triennali di aggiustamento esterno diretti a correggere squilibri particolarmente gravi.

L'accesso alle risorse del Fondo da parte dei paesi membri è condizionato, come ho detto, all'attuazione di programmi di risanamento economico: il termine "condizionalità" designa l'insieme delle misure di politica economica che il Fondo ritiene necessarie per correggere gli squilibri finanziari interni ed esterni. La condizionalità non era esplicitamente prevista e regolata nel testo originario dello Statuto,

---

<sup>4/</sup> La CFF effettua finanziamenti ai paesi esportatori di prodotti primari che abbiano registrato cadute esogene e reversibili nel valore delle esportazioni e ai paesi che debbano fronteggiare aumenti analogamente esogeni e reversibili del costo dei cereali importati.

il quale faceva genericamente riferimento ad "adeguate salvaguardie" per l'utilizzo delle risorse; ciononostante, essa è divenuta elemento fondamentale delle politiche del Fondo.

Fin dagli anni cinquanta era stata introdotta nella struttura degli accordi stand-by la possibilità dell'imposizione di clausole di comportamento (performance criteria), che sono divenute lo strumento consueto di verifica dell'attuazione del programma di risanamento economico di un paese. Una decisione del consiglio di amministrazione istituì nel 1968 un collegamento diretto tra performance criteria e tiraggi sui finanziamenti concessi, attraverso la rateizzazione (phasing) dei prelievi stessi in funzione dei risultati del programma. Nel 1979, il Fondo effettuò un approfondito riesame della condizionalità, sottolineando la necessità di incoraggiare i paesi membri a intraprendere tempestivamente misure correttive ai primi segni di squilibri nei conti con l'estero; venne anche riconosciuta la necessità di dare il dovuto peso, nel disegno dei programmi di aggiustamento, agli obiettivi sociali e politici interni e alle cause delle difficoltà esterne.

Negli anni seguenti non sono state prese altre decisioni in materia di condizionalità. Tuttavia, se inizialmente l'orientamento era piuttosto quello di ammorbidire la condizionalità, di adattarla alle condizioni specifiche dei paesi e di graduare nel tempo la correzione degli squilibri esterni, dai primi anni ottanta si è posta enfasi sulla necessità di intervenire tempestivamente con adeguate politiche correttive: ciò è dipeso più dal mutamento della situazione dell'economia mondiale e dall'ampiezza dei disavanzi dei pagamenti emersi nel frattempo, che da un cambiamento della politica del Fondo.

Tuttavia, certe insufficienze nell'azione del Fondo sono divenute evidenti. Da diversi anni nessun paese industriale ha fatto ricorso ai finanziamenti del Fondo: ciò ha indebolito l'"universalità"

dell'istituzione, contribuendo ad accreditarne l'immagine di strumento usato dai paesi industriali per interferire nelle politiche nazionali dei paesi in via di sviluppo. Ha anche qualche fondamento la tesi che le politiche di stabilizzazione basate sugli strumenti aggregati di controllo della domanda sono più efficaci, e meno "costose" in termini sociali, nel caso dei paesi industriali. L'adozione di politiche orientate all'offerta e più attente agli aspetti strutturali richiederebbe d'altronde un prolungamento considerevole del periodo dell'aggiustamento e un ulteriore ampliamento dei finanziamenti in rapporto alle quote; d'altronde, il prolungamento dei programmi di aggiustamento esterno può non risultare coerente con l'esigenza di ristabilire la fiducia degli operatori privati e dei mercati finanziari.

In generale, la condizionalità del Fondo svolge, e deve continuare a svolgere, un ruolo essenziale nel promuovere l'aggiustamento esterno e nel ripristinare l'affidabilità di credito dei paesi. L'idea che essa possa essere graduata in funzione delle condizioni cicliche dell'economia mondiale, o che possa essere piegata al perseguimento di finalità molteplici, non solo non è realizzabile, ma è anche errata in linea di principio, in quanto finirebbe per compromettere l'equilibrio finanziario dell'istituzione e la sua capacità di contribuire al mantenimento della stabilità finanziaria.

#### **4. Il DSP e la liquidità internazionale**

La creazione del DSP alla fine degli anni sessanta derivò dal riconoscimento di certe insufficienze del sistema di Bretton Woods nel meccanismo di regolazione della liquidità: essendo il dollaro la principale valuta di riserva, la liquidità internazionale dipendeva

essenzialmente dall'evoluzione della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. L'economista Robert Triffin aveva riconosciuto per primo l'instabilità potenziale del sistema, che era condannato a infrangersi o sugli scogli della scarsità di riserve, se gli Stati Uniti avessero mantenuto la convertibilità aurea del dollaro limitando la crescita delle proprie passività ufficiali; o su quelli della crisi di fiducia e della sospensione della convertibilità, se gli Stati Uniti avessero lasciato crescere le proprie passività ufficiali in linea con la domanda mondiale di riserve (quindi a un tasso superiore a quello dell'aumento delle proprie riserve auree)<sup>5/</sup>.

La decisione di istituire il DSP trasse origine dall'opinione allora diffusa che il mondo si stesse avviando, con il riequilibrio del disavanzo esterno degli Stati Uniti, verso un periodo di scarsità di riserve. Si può ricordare l'importante contributo fornito in questo campo da Rinaldo Ossola, il quale presiedette il gruppo tecnico di lavoro che predispose il disegno del nuovo meccanismo.

Il primo emendamento allo Statuto consente al Fondo di "allocare" (cioè, distribuire) DSP in proporzione alle quote dei paesi membri, "per far fronte alla necessità, come e quando questa si manifesti, di accrescere l'ammontare delle riserve esistenti" (articolo XV, comma 1). Lo Statuto specifica che il bisogno di riserve deve essere accertato con riferimento alla liquidità aggregata e a un orizzonte temporale di medio periodo: l'obiettivo del meccanismo non è dunque di regolazione congiunturale della liquidità, ma è di soddisfare l'aumento tendenziale della domanda di riserve, in linea con la crescita del commercio mondiale.

-----  
<sup>5/</sup> Cfr. R. Triffin, Gold and the Dollar Crisis, New Haven, 1960.

Il valore del DSP fu inizialmente espresso in termini di oro (35 DSP per un'oncia di oro fino); dal luglio 1974 fu determinato sulla base di un paniere di sedici valute (secondo il peso dei paesi emittenti sulle esportazioni mondiali), tra cui anche la lira italiana (con un peso pari al 6 per cento). Dal gennaio 1981, allo scopo di rendere il DSP più concorrenziale con altri strumenti di riserva, il paniere è stato ridotto a cinque valute: dollaro, marco, yen, franco francese e sterlina<sup>6/</sup>. Il tasso d'interesse sul DSP è determinato in base alla media ponderata di tassi d'interesse rappresentativi di mercato monetario nei cinque paesi le cui valute compongono il paniere.

Negli anni seguiti alla creazione del DSP, il forte aumento del disavanzo pubblico e di quello estero degli Stati Uniti condussero a una rapida espansione della liquidità internazionale, mostrando la difficoltà di adattare i meccanismi decisionali del Fondo alle esigenze di regolazione della liquidità aggregata. Questa caratteristica si è ripetuta in allocazioni successive, contribuendo a minare la fiducia nella possibilità di raggiungere valutazioni adeguate e tempestive sullo stato della liquidità internazionale.

Anche l'immagine del DSP come strumento di riserva si è gradualmente appannata, a causa principalmente delle restrizioni che hanno continuato a limitarne l'utilizzo e che lo rendono più simile a uno strumento di credito che a un'attività di riserva. L'obbligo di ricevere DSP è, infatti, soggetto a un "limite di accettabilità", pari al doppio dell'ammontare dei DSP originariamente allocati, mentre i paesi che lo utilizzano devono corrispondere un tasso di interesse sulla

---

<sup>6/</sup> Il 1° gennaio 1986 i pesi di tali valute sono stati rivisti e fissati rispettivamente al 42, 19, 15, 12 e 12 per cento. Essendo il DSP un paniere di quantità fisse di valute, i pesi delle valute nel paniere variano al variare dei cambi.

differenza tra l'ammontare dell'allocazione originaria e quello effettivamente detenuto. D'altra parte, i creditori nello schema accumulano con riluttanza nelle proprie riserve i DSP che, nonostante l'aumento del rendimento e il miglioramento delle proprietà di rischio, non possono essere considerati liquidi come gli strumenti finanziari in valute convertibili.

L'avvento dei cambi flessibili sembrò anche indebolire alcune delle ragioni che avevano condotto alla creazione del DSP. Nel nuovo regime di cambio, infatti, ci si attendeva che la domanda di riserve ufficiali sarebbe diminuita e che la relazione tra riserve disponibili e vincolo esterno sarebbe divenuta meno stretta. Inoltre, l'espansione dei mercati finanziari internazionali, ha condotto a un ricorso diffuso all'indebitamento per il finanziamento dei disavanzi esterni, rendendo l'offerta di riserve meno direttamente dipendente dall'andamento delle passività ufficiali del paese (o dei paesi) centro di riserva. L'emergere di un sistema di riserva multivalutario, infine, sembrava fornire una risposta soddisfacente all'esigenza di ridurre la dipendenza del sistema dal dollaro.

Tali mutamenti hanno reso poco realistico l'obiettivo, introdotto nello Statuto del Fondo in occasione del secondo emendamento, di fare del DSP il principale strumento internazionale di riserva; essi non hanno però annullato la possibilità per il DSP di svolgere un ruolo nel sistema monetario internazionale. Anzitutto, la domanda aggregata di riserve ufficiali non è diminuita in misura sensibile, poichè la maggioranza dei paesi ha continuato a intervenire sul mercato dei cambi; inoltre, dal lato dell'offerta il meccanismo di regolazione della liquidità affidato in larga parte alle valutazioni del merito di credito compiute dalle banche è risultato tendenzialmente instabile. Infatti, ad anni di espansione eccessiva ha fatto seguito una rapida contrazione,



dopo il manifestarsi della crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo nel 1982. Si è constatato anche che le riserve prese a prestito non sono un buon sostituto delle riserve proprie: le prime, infatti, tendono a diventare indisponibili proprio nel momento di maggior necessità. Inoltre, gli inconvenienti della dipendenza della liquidità internazionale dalle politiche nazionali dei paesi centri di riserva si sono accentuati nell'ambito del sistema multivalutario, per gli effetti sui cambi degli aggiustamenti di portafoglio tra le maggiori valute.

In questo contesto, il DSP può svolgere anzitutto una funzione di rete di sicurezza, da attivare in presenza di una crisi acuta di liquidità; un suo utilizzo a tal fine sembra richiedere, peraltro, la predisposizione di appropriati meccanismi di decisione. Inoltre, un graduale aumento della quota del DSP nelle riserve internazionali contribuirebbe a ridurre l'instabilità potenziale nella liquidità aggregata legata alle riserve finanziate con l'indebitamento, e quella nella composizione delle riserve derivante dall'aggiustamento dei portafogli valutari ufficiali in presenza di aspettative di variazione dei cambi.

## **5. La sorveglianza sulle politiche economiche**

Il punto di partenza per lo sviluppo dell'attività di sorveglianza furono le consultazioni ufficiali avviate, fin dall'inizio degli anni cinquanta, in relazione alle restrizioni mantenute dai paesi membri nell'ambito del regime transitorio regolato dall'articolo XIV dello Statuto; tali consultazioni si concludevano con una decisione del consiglio di amministrazione contenente un giudizio sulla situazione economica e in particolare della bilancia dei pagamenti, insieme con

l'approvazione o non approvazione delle restrizioni in vigore. Negli anni sessanta la maggioranza dei paesi industriali, dopo il ritorno alla convertibilità esterna delle proprie monete, abbandonò il regime transitorio e si uniformò all'obbligo di garantire un sistema di pagamenti libero da restrizioni, come previsto dall'articolo VIII. Il processo di consultazione venne esteso al rispetto di questi impegni.

Il consenso all'avvio della nuova procedura rifletteva l'opinione diffusa che le consultazioni fossero utili, perché contribuivano a migliorare sia le politiche del Fondo, sia quelle dei paesi membri. L'impostazione dei rapporti di consultazione e la filosofia sottostante all'aggiustamento esterno erano strettamente incentrate sul singolo paese, con un'enfasi quasi esclusiva sull'esigenza di politiche correttive nei paesi in disavanzo o con valuta debole; questa impostazione ha di fatto continuato a prevalere fino ad oggi.

Nel mutato regime di cambio, divenne necessario riformulare l'articolo IV dello Statuto che, nella versione originaria, imponeva il mantenimento di parità fisse delle valute. Il nuovo testo di tale articolo pone direttamente al centro degli impegni dei paesi membri lo sviluppo delle "condizioni ordinate sottostanti che sono necessarie per la stabilità economica e finanziaria", stabilendo che ciascun paese dovrà "sforzarsi di indirizzare le proprie politiche economiche e finanziarie all'obiettivo di promuovere lo sviluppo economico ordinato con ragionevole stabilità dei prezzi", e "cercare di promuovere la stabilità creando le condizioni economiche e finanziarie sottostanti e un sistema monetario che non tenda a produrre erratiche perturbazioni".

Impegni specifici sono anche previsti quanto all'esigenza di evitare la "manipolazione" dei cambi e di notificare al Fondo il regime di cambio adottato. Queste prescrizioni riflettono in realtà una

concezione ancorata al regime precedente di cambi fissi, e la convinzione implicita che ad esso si sarebbe presto o tardi ritornati.

Contemporaneamente fu introdotto un preciso potere di sorveglianza del Fondo sulle politiche di cambio che, nell'interpretazione largamente condivisa, copre espressamente l'ampio ventaglio delle politiche economiche interne dalle quali dipendono la struttura economica e la capacità di un paese di competere sui mercati esteri. Lo strumento principale per la realizzazione di tali obiettivi resta quello delle consultazioni (Article IV Consultations), che trovano quindi un fondamento giuridico nello Statuto.

Dopo la crisi del debito estero dei paesi in via di sviluppo i compiti del Fondo si sono estesi in molti casi a quelli di coordinatore dei pacchetti finanziari di sostegno, predisposti con il concorso dei creditori ufficiali e delle banche commerciali. In questo quadro il Fondo ha sviluppato una nuova procedura, quella della "sorveglianza rafforzata": essa si applica nei casi in cui, pur non essendovi un accordo di prestito, un paese richieda l'assistenza del Fondo per la formulazione di un programma di politica economica e, ottenutane l'approvazione, utilizzi poi il suo seal of approval nei negoziati con i creditori esteri tesi ad assicurare flussi adeguati di finanziamenti.

Il testo del nuovo articolo IV, però, prevede anche esplicitamente che il Fondo "eserciti la sua supervisione sul sistema monetario internazionale per assicurarne l'efficace funzionamento". In effetti, il regime di cambi flessibili non ha funzionato in modo soddisfacente, anche se ha il merito di aver consentito di mantenere un sistema dei pagamenti libero da restrizioni in presenza di shocks esogeni senza precedenti. In particolare, col passare del tempo sono divenuti evidenti i costi impliciti nell'eccessiva variabilità dei cambi delle maggiori valute. L'accresciuta mobilità dei capitali e l'integra-

zione dei mercati finanziari hanno reso tali cambi assai sensibili alle variazioni relative delle condizioni monetarie sui mercati finanziari dei paesi emittenti. Politiche monetarie e fiscali non coordinate in condizioni di elevata interdipendenza hanno condotto a variazioni eccessive dei cambi reali delle maggiori valute, generando nuovi, rilevanti shocks per l'economia mondiale. In mancanza di un'ancora "reale", i cambi hanno mostrato divergenze ampie e prolungate dai valori coerenti con l'evoluzione delle variabili economiche fondamentali e hanno contribuito ad accentuare gli squilibri nei conti con l'estero, invece che a promuoverne la correzione.

Rispetto a questi problemi, gli apparati analitici, gli strumenti, ma forse anche il peso politico del Fondo monetario si sono rivelati inadeguati. E' mancato lo sviluppo di un approccio multilaterale alla sorveglianza internazionale, nell'ambito del quale inquadrare gli aspetti dell'interdipendenza e della compatibilità delle politiche economiche dei maggiori paesi. L'attenzione quasi esclusiva della sorveglianza al paese singolo ha reso l'istituzione poco presente nella discussione degli aspetti sistemici dell'attuale assetto monetario internazionale. Queste questioni, approfondite nel Rapporto sul funzionamento del sistema monetario internazionale predisposto dai Supplenti del Gruppo dei Dieci e pubblicato nel giugno 1985<sup>7/</sup>, sono ora al centro delle discussioni sulla revisione del sistema e delle procedure di sorveglianza del Fondo.

-----  
7/ Il funzionamento del sistema monetario internazionale, Rapporto del Gruppo dei Supplenti ai Ministri e ai Governatori del Gruppo dei Dieci, pubblicato nel Bollettino Economico della Banca d'Italia, ottobre 1985.

## 6. Conclusioni

Mi sembra necessario, in conclusione, concentrare brevemente l'attenzione sui problemi aperti nel sistema monetario internazionale e sul ruolo che il Fondo può essere chiamato a svolgere.

Lo stato delle relazioni monetarie internazionali non è soddisfacente: l'instabilità e l'incertezza nei rapporti di cambio tra le grandi valute e il problema del debito estero dei paesi in via di sviluppo ne sono i sintomi più evidenti. Quanto alla cooperazione internazionale, mentre vi è stata una capacità notevole di agire rapidamente e in modo coordinato di fronte all'insorgere di crisi, continua a mancare quella convergenza di analisi e di interessi necessaria per ricostituire un quadro di riferimento più stabile e ordinato delle relazioni monetarie mondiali. Voglio sottolineare, a questo proposito, che le difficoltà non nascono solo da mancanza di volontà o da ostilità preconcepita verso la cooperazione, intesa come gestione o quantomeno regolazione dei processi di mercato: vi sono stati, in realtà, casi in cui esperimenti di cooperazione hanno in parte mancato i propri obiettivi o hanno creato problemi nuovi. Il confronto tra la lentezza delle procedure di decisione nelle sedi internazionali e la rapidità dei processi e dei mutamenti sui mercati privati spiega una parte importante di tali difficoltà.

Esistono, tuttavia, anche elementi positivi che non debbono essere sottovalutati. L'instabilità degli anni settanta e dei primi anni ottanta traeva origine anzitutto dalle politiche inflazionistiche condotte da molti paesi, grandi e meno grandi, sviluppati e in via di sviluppo. Negli ultimi anni sono stati realizzati notevoli progressi nella correzione di quegli squilibri. Mentre permangono importanti sbilanci nei conti con l'estero dei principali paesi, la correzione

delle distorsioni nelle relazioni di cambio tra le loro valute è, almeno in parte, già avvenuta.

Vi sono anche segni di una maggiore preoccupazione di evitare che simili distorsioni si ripetano e, più in generale, vi è nei principali paesi maggiore attenzione per le ripercussioni internazionali delle politiche interne. Le recenti azioni coordinate dei maggiori paesi sui cambi e il varo di una strategia concertata per affrontare il problema del debito estero (piano Baker) testimoniano tale mutata sensibilità e il desiderio di procedere attraverso soluzioni cooperative. Il calo del prezzo del petrolio offre ora spazio insperato per un'accelerazione non inflazionistica della crescita nei paesi industriali, con effetti benefici all'interno dell'area (occupazione, in primo luogo) e per il complesso dell'economia mondiale (ripresa del commercio e delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo, possibile ulteriore calo dei tassi di interesse e del dollaro, con riduzione degli oneri del debito estero).

Nell'insieme, se è vero che lo stato delle relazioni monetarie non è soddisfacente e la cooperazione internazionale resta a un livello modesto, vi sono oggi le condizioni per un miglioramento su entrambi i fronti.

Qual'è, in questo quadro, il ruolo che il Fondo monetario può svolgere? Occorre, anzitutto, salvaguardare le caratteristiche e le politiche dell'istituzione: la natura monetaria delle sue risorse e dei suoi finanziamenti; la condizionalità; l'obiettivo centrale di creare le condizioni di stabilità del quadro internazionale attraverso politiche nazionali stabili e non inflazionistiche. Il Fondo monetario non è e non deve diventare un intermediario finanziario o un'istituzione per il finanziamento dello sviluppo: tali trasformazioni comprometterebbero la sua capacità di tutelare la stabilità finanziaria.

E' necessario, inoltre, rafforzare la sorveglianza del Fondo sulle politiche economiche dei maggiori paesi per promuovere relazioni di cambio meno instabili tra le maggiori valute. Ciò implica, a sua volta, il miglioramento degli apparati informativi e analitici esistenti, ma richiede soprattutto lo sviluppo di un approccio multilaterale e sistemico nella valutazione delle politiche economiche dei grandi paesi che consenta di tener conto delle loro interazioni e ripercussioni internazionali.

Il rafforzamento della sorveglianza del Fondo non può prescindere dalla definizione di procedure appropriate, che introducano un elemento effettivo di vincolo per le autonomie nazionali. Un tale sistema trarrebbe forza dal riferimento a una struttura dei cambi giudicata compatibile con il riassorbimento degli squilibri correnti, la quale fornirebbe una base concreta per valutare la coerenza e la compatibilità delle politiche economiche dei maggiori paesi. In questo senso, i cambi diverrebbero indicatori delle politiche economiche e allo stesso tempo, gradualmente, verrebbero a costituire un riferimento e un veicolo per migliorare il coordinamento internazionale di tali politiche. Con la progressiva rimozione delle divergenze esistenti nelle politiche fiscali, il sistema di indicatori descritto potrebbe anche evolvere verso un vero e proprio accordo di cambio di tipo target zones. Non mi illudo, tuttavia, che ciò possa avvenire in tempi brevi: le divergenze tuttora presenti nelle politiche nazionali, particolarmente quelle fiscali, dei maggiori paesi continuano a costituire un ostacolo fondamentale per l'introduzione di vincoli esterni di cambio.

Infine, il Fondo dovrà svolgere un ruolo più incisivo come coordinatore dei programmi finanziari dei paesi indebitati, da un lato garantendo il mantenimento di appropriate politiche di aggiustamento e dall'altro promuovendo un flusso adeguato di finanziamenti dai mercati

privati. Il ruolo centrale del Fondo, a questo riguardo, è esplicitamente riconosciuto nel piano Baker, nell'ambito del quale la concessione di nuovi crediti da parte delle banche è di fatto subordinata al suo seal of approval. Peraltro, recentemente questa impostazione si è rivelata di non facile attuazione: alcuni paesi, che avevano seguito nel 1983 e nel 1984 politiche severe di aggiustamento esterno nell'ambito di programmi concordati con il Fondo, hanno visto la propria posizione esterna aggravarsi nuovamente lo scorso anno per il rallentamento della crescita nei paesi industriali. La richiesta di misure ancora più severe di contenimento delle importazioni ha condotto, in alcuni casi, alla sospensione dei negoziati con il Fondo e a dichiarazioni di indisponibilità a seguirne ancora le prescrizioni.

In effetti, il riassorbimento ordinato del debito estero richiede, oltre a politiche appropriate nei paesi indebitati e alla ripresa dei finanziamenti delle banche commerciali, una crescita sostenuta dell'attività economica nei paesi industriali e un aumento sostanzioso dei finanziamenti ufficiali e degli aiuti ai paesi in via di sviluppo.

Ho già accennato alle circostanze che fanno ritenere ora più probabile l'accelerazione dell'attività economica nei paesi industriali. Quanto all'espansione dei finanziamenti ufficiali, un ruolo più ampio dovrà essere svolto dalla Banca mondiale e dalle altre istituzioni multilaterali per il finanziamento dello sviluppo; il Fondo monetario non può assumere responsabilità dirette in questo campo. Tuttavia, notevoli benefici possono derivare da un rafforzamento della collaborazione del Fondo con la Banca mondiale.

Infatti, nel caso di molti paesi caratterizzati da una fragile posizione esterna e da problemi strutturali, da un lato l'equilibrio macroeconomico complessivo è una condizione per la crescita e lo



sviluppo; dall'altro, nel lungo periodo, l'efficienza economica a livello di settore e di progetto e realistiche priorità di investimento sono determinanti per un aggiustamento duraturo della posizione esterna. Le funzioni del Fondo monetario e delle istituzioni di sviluppo risultano dunque complementari: il coordinamento delle loro attività diviene fondamentale per la realizzazione degli obiettivi comuni.