

Accademia cinese delle Scienze sociali

**La crisi globale e il futuro
del sistema monetario internazionale**

Fabrizio Saccomanni

Direttore generale della Banca d'Italia

Pechino, 15 aprile 2010

La crisi che ha colpito l'economia mondiale a partire dall'agosto 2007 ha rianimato il dibattito, a lungo sopito, sull'adeguatezza dei meccanismi istituzionali necessari per garantire la stabilità delle relazioni economiche e finanziarie su scala globale.

Le radici della crisi finanziaria sono state già ampiamente analizzate. In questa sede desidero concentrarmi maggiormente sulle determinanti macroeconomiche della crisi.¹ Cercherò innanzitutto di argomentare che esse sono strettamente collegate a un certo numero di pre-esistenti caratteristiche del sistema monetario internazionale così come esso si è venuto a configurare a seguito della caduta del regime di Bretton Woods. Passerò poi in rassegna le principali opzioni di riforma del sistema monetario e finanziario internazionale.

1. La crisi globale e le sue radici macroeconomiche

Vi è ampio consenso sul fatto che, nonostante la crisi globale sia stata innescata da disfunzioni del sistema finanziario, le condizioni di squilibrio macroeconomico globale abbiano contribuito all'accumularsi di ampie aree di vulnerabilità finanziaria (Visco, 2009 e 2010).

La causa immediata della crisi è stato il boom immobiliare negli USA, finanziato da una espansione senza precedenti dei mutui ipotecari. L'insuccesso dei regolatori nel rettificare gli effetti distorsivi degli incentivi prodotti dall'innovazione finanziaria può spiegare in gran parte il deterioramento dei criteri di concessione dei prestiti, l'utilizzo diffuso di strumenti finanziari opachi e l'assunzione di rischi eccessivi da parte di molte banche internazionali. Condizioni monetarie particolarmente accomodanti hanno contribuito a favorire la rapida espansione dei mutui ipotecari e alimentato per tale via l'aumento dei prezzi degli immobili.

Una politica monetaria espansiva negli Stati Uniti e in Giappone - e in misura minore nell'area dell'euro - ha determinato una situazione di liquidità abbondante a livello globale. Tassi di interesse molto bassi nei principali centri finanziari hanno incoraggiato i flussi di capitali verso le economie con i tassi di interesse più alti che, a loro volta, sono stati indotti ad adottare politiche monetarie più accomodanti al fine di evitare un eccessivo apprezzamento del tasso di cambio. I paesi le cui valute erano ancorate al dollaro hanno così finito per adottare la stessa politica monetaria degli Stati Uniti e per assorbire i flussi di capitale, accumulando per tal via una considerevole quantità di riserve ufficiali.

A sua volta, l'investimento delle riserve ufficiali in titoli del Tesoro USA ha finanziato il crescente disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti e contribuito a mantenere bassi i rendimenti dei titoli del Tesoro. Gli investitori si sono rivolti, sempre più numerosi, verso attività più rischiose nel tentativo di migliorare il rendimento dei propri portafogli, determinando una compressione dei premi di rischio su una vasta gamma di attività finanziarie (dalle azioni alle obbligazioni societarie e sovrane) e un forte aumento

¹ Sono grato al collega Pietro Catte per la valida assistenza fornitami nella preparazione di questo testo.

delle loro quotazioni di mercato. Il ciclo dei prezzi degli immobili in ciascun paese, di solito guidato principalmente da fattori interni, è risultato altamente sincronizzato a livello globale.

Per molti anni questa esuberanza dei mercati finanziari è andata di pari passo con una sostenuta crescita globale ed è risultata compatibile con la stabilità dei prezzi, alimentando così l'illusione che la condotta della politica economica - in particolare di quella monetaria - potesse ridurre i rischi sottostanti e che qualunque rischio residuo potesse essere facilmente diversificato, o trasferito a soggetti meglio attrezzati, grazie all'intervento di mercati finanziari efficienti e sofisticati. Per un momento il "limite di velocità" per l'economia globale è sembrato innalzarsi permanentemente, in quanto l'ingresso della Cina e delle altre economie emergenti nel sistema globale degli scambi commerciali ha determinato un effettivo aumento dell'offerta di lavoro a livello mondiale. Ad un certo punto, però, sono emerse delle strozzature nei mercati delle materie prime e l'inflazione globale è aumentata bruscamente. Nel momento in cui la politica monetaria si è fatta più severa e i mercati immobiliari hanno raggiunto il picco, il grado di diversificazione del rischio è risultato essere più limitato - e le modalità di gestione dei rischi degli intermediari finanziari molto meno efficaci - di quanto non fosse stato precedentemente ipotizzato.

Quando infine le turbolenze iniziali si sono trasformate in una vera e propria crisi, il forte calo della fiducia dei consumatori e degli investitori si è tradotto in una drammatica e simultanea contrazione della domanda, della produzione e degli scambi commerciali non solo nelle economie avanzate, ma anche in quelle emergenti che fino ad allora erano state in gran parte immuni dalle ricadute della crisi. La gravità e il carattere altamente sincronizzato della recessione mondiale possono essere pienamente compresi se si considera che la crisi finanziaria ha colpito quella che era stata fino ad allora la chiave di volta della crescita economica globale, la capacità dei consumatori americani di continuare a indebitarsi e a spendere. Senza quel "consumatore di ultima istanza", l'intero edificio è crollato.

2. Difetti degli attuali accordi monetari internazionali

Vi è una stretta connessione fra gli squilibri macroeconomici che hanno spianato la strada alla crisi globale e alcune delle principali caratteristiche degli attuali accordi monetari internazionali.

Il regime di Bretton Woods di tassi di cambio "fissi ma aggiustabili" crollò nel biennio 1971-73 sotto la pressione congiunta di una maggiore mobilità internazionale dei capitali e di obiettivi confliggenti di politica economica delle più grandi economie. Tale regime venne rimpiazzato da un "non-sistema", che è semplicemente il risultato di scelte dei singoli paesi all'interno di un vasto menù di regimi di cambio - dai tassi liberamente fluttuanti, ai tassi fissi, fino ad arrivare alle unioni monetarie. La pressione del mercato ha portato alla progressiva eliminazione dei controlli sui movimenti internazionali di capitali, in primo luogo nelle economie industrializzate e poi, dagli anni '90, in quelle emergenti, aprendo la strada all'integrazione finanziaria globale. Allo stesso tempo, la crescente

integrazione commerciale ha spinto molti paesi a evitare eccessive fluttuazioni dei tassi di cambio in considerazione sia della difficoltà di trovare copertura contro i rischi di cambio sia dei cospicui investimenti a lungo termine necessari a impiantare relazioni commerciali durature.

Contrariamente alle attese che una maggiore mobilità internazionale dei capitali avrebbe portato a una polarizzazione dei regimi di cambio intorno agli estremi dei cambi fissi, da un lato, e dei cambi flessibili, dall'altro, molti paesi hanno continuato ad adottare regimi intermedi, inclusi vari tipi di *crawling pegs* o di fluttuazione controllata dei cambi. Le preferenze di ciascun paese in materia di tasso di cambio possono riflettere una serie di fattori strutturali e di obiettivi di politica economica. Il risultato di queste scelte individuali ha prodotto una situazione complessiva in cui: a) un gran numero di paesi di fatto ha agganciato il proprio cambio a quello del dollaro o ha gestito attivamente il proprio cambio bilaterale con esso; b) un minor numero di paesi ha agganciato il proprio cambio all'euro o ad un paniere di monete; c) diversi paesi (soprattutto quelli industrializzati) hanno permesso al cambio di fluttuare liberamente.

Questo “non-sistema” è privo di un meccanismo capace di assicurare la coerenza globale degli obiettivi nazionali. La conseguenza è stata una ricorrente instabilità sistemica (Saccomanni, 2008):

- dagli anni settanta **i tassi di cambio fra le valute principali hanno fatto registrare fluttuazioni molto ampie** con significativi impatti sull'economia reale. I periodi di sopravvalutazione del dollaro hanno comportato la scomparsa di importanti settori manifatturieri negli Stati Uniti e sono stati accompagnati da forti pressioni protezionistiche; d'altra parte, quando il dollaro era debole, le tendenze al rialzo dello yen e delle monete europee hanno destabilizzato le rispettive economie e reso più complicata la gestione delle politiche economiche. Ad esempio, l'atteggiamento accomodante della politica monetaria giapponese verso la fine degli anni '80, volta a contrastare l'apprezzamento dello yen, ha permesso il formarsi di una enorme bolla speculativa, mentre la successiva fase di apprezzamento dello yen nella prima metà degli anni '90 ha contribuito allo scivolamento dell'economia giapponese in una fase di stagnazione;
- gli ultimi trenta anni hanno visto verificarsi **ripetuti episodi di crisi valutarie e finanziarie nelle economie emergenti** (la crisi del debito in America Latina dei primi anni '80, quelle del Messico nel 1994, del Sud-Est asiatico nel 1997, della Russia nel 1998 e dell'Argentina nel 2002). Anche se la causa più prossima di ogni crisi potrebbe essere identificata in specifici errori di conduzione delle politiche economiche nazionali e in debolezze strutturali/politiche dei paesi in questione, la stessa trama sembra ripetersi in tutti questi episodi di crisi: una protratta sottovalutazione dei rischi da parte dei prestatori è seguita da un brusco cambiamento delle percezioni che determina, infine, un arresto improvviso dei flussi di capitale. In tale sequenza di eventi, gli eccessi di ottimismo dei mercati sono di solito collegati a

condizioni di liquidità abbondante sul mercato monetario globale, mentre l'insacco della crisi è spesso causato da una stretta monetaria negli Stati Uniti;

- negli ultimi 10-15 anni si è registrato un brusco **aumento degli squilibri di conto corrente**. Il deficit USA è salito dall'1,7 per cento del PIL nel 1997 al 6 per cento nel 2006, trovando contropartita in un ampliamento degli avanzi del Giappone, della Cina e dei paesi esportatori di petrolio. Gli squilibri esterni erano essenzialmente un riflesso di quelli interni, segnatamente: a) una sequenza di bolle dei prezzi delle attività - quali la bolla “*dot-com*” negli ultimi anni '90 e quella immobiliare dopo il 2000 - negli Stati Uniti; b) un forte aumento del risparmio e la flessione degli investimenti come effetto della crisi del 1997 in diverse economie asiatiche; c) una elevata propensione al risparmio in Cina. Largamente condivisa era la preoccupazione che gli squilibri delle partite correnti potessero, ad un certo punto, essere considerati insostenibili dai mercati e provocare un improvviso cambiamento di rotta dei flussi di capitali, con effetti destabilizzanti per i tassi di cambio delle principali valute.

Alla base di queste manifestazioni di instabilità globale si ritrovano alcune debolezze fondamentali del vigente regime monetario internazionale.

In primo luogo, il buon funzionamento del sistema monetario internazionale richiede l'imposizione di una qualche forma di **disciplina sulle politiche economiche nazionali**. Nella sua concezione originale, il sistema di Bretton Woods assumeva l'esistenza di un meccanismo di disciplina sulle politiche economiche nazionali basato su un insieme di regole fatte rispettare, in forma collettiva, dal Fondo Monetario Internazionale. Attualmente, il compito di far rispettare la disciplina sulle politiche economiche nazionali è lasciato interamente ai mercati. Questa circostanza pone diversi ordini di problemi. Prima di tutto, la sua applicazione non è né uniforme né simmetrica: avanzi di conto corrente di livello insostenibile non sono sanzionati allo stesso modo dei disavanzi di pari rilevanza, con l'aggravante che il paese che emette la valuta dominante risulta essere largamente immune dalla disciplina dei mercati in quanto in grado di finanziare il deficit con la propria moneta, almeno sin tanto che altri paesi sono disposti ad accumulare riserve denominate in essa. Inoltre, i mercati finanziari non sempre sanzionano in modo coerente le politiche insostenibili, perchè la loro percezione delle variabili economiche fondamentali può variare nel tempo ed è spesso offuscata da altre determinanti delle decisioni di investimento. Dopo lunghe fasi di sostanziale sottovalutazione di rischi che vanno invece aumentando, i mercati spesso reagiscono “troppo e troppo tardi”, in una ravvicinata sequenza di alti e bassi. In questo modo, le reazioni dei mercati hanno spesso portato le autorità nazionali ad agire in modo altamente pro-ciclico.

In secondo luogo, il sistema monetario internazionale, come un qualsiasi regime monetario nazionale, deve fornire **un ancoraggio alle aspettative di inflazione**, facendo in modo che l'orientamento monetario risulti appropriato alle condizioni globali. In passato questo ancoraggio era rappresentato dal legame che le valute avevano con l'oro, mentre

attualmente esso dipende dall'insieme delle politiche monetarie adottate dalle principali economie. Tuttavia, anche quando questi paesi conducono politiche monetarie orientate alla stabilità, questo non significa automaticamente assicurarne la coerenza a livello globale, dal momento che politiche con *focus* rigorosamente nazionali possono trascurare fonti globali di pressioni inflazionistiche: un caso emblematico è il recente boom dei prezzi delle materie prime, spinto dal dinamismo della domanda mondiale. Inoltre, i paesi che legano le loro valute al dollaro - o che ricalcano in qualche modo la politica monetaria degli Stati Uniti - in pratica ne seguono l'orientamento monetario. Se sono molti i paesi a scegliere questa opzione, l'orientamento degli Stati Uniti diventa, a tutti gli effetti, quello di gran parte del mondo, il che può portare a condizioni monetarie globali che possono essere o troppo accomodanti o troppo restrittive rispetto alle condizioni dell'economia mondiale.

Un terzo importante tratto del sistema monetario internazionale è come esso sia in grado di **influenzare la domanda di riserve ufficiali** e come essa sia soddisfatta. La domanda globale di riserve è aumentata enormemente negli ultimi 10-15 anni: le riserve in valuta estera sono passate da circa 1.400 miliardi di dollari nel 1995 ai 7.500 nel 2009. Un motivo importante per detenere riserve è quello precauzionale: esse permettono alle autorità di compensare improvvisi deflussi di capitale, evitando di dover svalutare il cambio o ricorrere all'assistenza di prestiti internazionali di natura condizionale. L'eccessivo accumulo di riserve potrebbe anche essere il sottoprodotto di una strategia di crescita basata sulle esportazioni, come nel caso della Cina. Inoltre, l'accumulo di riserve da parte dei singoli paesi può comportare alcune importanti conseguenze negative per l'economia globale, così come per gli stessi paesi detentori. Al fine di accumulare riserve essi dovranno far registrare avanzi di conto corrente, oppure attirare consistenti afflussi di capitale che la politica monetaria deve di solito sterilizzare, con la conseguenza che tali paesi dovranno comprimere la domanda interna con politiche monetarie e/o fiscali restrittive che, nel loro complesso, finiscono per esercitare pressioni deflazionistiche sull'economia mondiale.

In sintesi, l'attuale assetto non è capace di disciplinare le politiche economiche nazionali in modo affidabile, tempestivo e simmetrico; non riesce a garantire una politica monetaria globale appropriata al contesto mondiale; e, incoraggiando i paesi ad accumulare notevoli riserve ufficiali che vanno poi a finanziare il disavanzo delle partite correnti del paese della valuta di riserva, tende ad alimentare profondi e persistenti squilibri globali.

3. Le opzioni di riforma

Nel passare in rassegna le possibili alternative all'attuale "non-sistema", è prima di tutto necessario sgombrare il campo da soluzioni apparentemente semplici e automatiche. I casi estremi più di frequente citati sono un ritorno a un regime di cambi fissi o un ulteriore avvicinamento a una piena e universale flessibilità dei tassi di cambio. Direi che entrambi non sono né fattibili né auspicabili.²

² Per una rassegna dettagliata di tali argomenti, si veda Padoa-Schioppa (2010).

3.1 Opzioni di riforma basate sul tasso di cambio

Un sistema di tassi di cambio rigidamente fissi sarebbe impraticabile (a meno di una volontà politica di creare una moneta unica mondiale) e non potrebbe sopravvivere senza un ritorno generalizzato a restrizioni della mobilità dei capitali. I controlli sui movimenti di capitali dovrebbero essere molto pervasivi per avere efficacia, il che implica costi proibitivi che riporterebbero indietro lo sviluppo finanziario di diversi decenni.

L'opzione di lasciare fluttuare liberamente il tasso di cambio presenta in linea teorica una serie di vantaggi: non richiederebbe l'accumulo di riserve per stabilizzare il tasso di cambio; preserverebbe l'autonomia della politica monetaria; proteggerebbe ogni paese da shock monetari esterni; permetterebbe ai mercati di esercitare una efficace e simmetrica disciplina sulle politiche nazionali in tutti i paesi; consentirebbe di evitare squilibri e instabilità purché ciascun paese mantenga "la propria casa in ordine".

Il mondo reale è, tuttavia, lontano dalla rappresentazione idealizzata della teoria. Una volta che si abbandonano le ipotesi di prezzi perfettamente flessibili e di aggiustamenti a costo zero e si considera il funzionamento effettivo del sistema finanziario in un mondo di informazione imperfetta e mercati incompleti, la presunzione di tassi di cambio che si muovano gradualmente in modo da riflettere le mutazioni delle variabili economiche fondamentali appare subito irrealistica. In pratica, la mutevolezza delle percezioni del mercato può generare volatilità nei tassi di cambio allontanandoli dai fondamentali, in particolare laddove i mercati sono deboli e l'incertezza elevata, come spesso accade nelle economie emergenti. Ciò spiega il timore di lasciar fluttuare i cambi mostrato da molti paesi (cd. "*fear of floating*").

Se escludiamo i due regimi puri di tassi di cambio, l'unica opzione disponibile è quella di un sistema gestito sulla base di accordi di cooperazione internazionale. Tuttavia, sarebbe fuorviante pensare che il punto di partenza di qualsiasi riforma debba essere la scelta del regime di cambio. Ci sono altri importanti aspetti che influenzano profondamente il funzionamento del sistema monetario internazionale: il ruolo e l'efficacia delle istituzioni internazionali; il processo di sorveglianza multilaterale; i meccanismi che regolano la creazione di riserve internazionali; le regole del commercio internazionale e i relativi meccanismi di risoluzione delle controversie; il quadro normativo per i mercati finanziari internazionali. Non sorprende che gran parte del recente dibattito in sede di G-20 su come migliorare il funzionamento del sistema si sia incentrato su questi temi.

3.2 Verso un sistema monetario internazionale basato su Diritti Speciali di Prelievo?

Prima di passare alla strategia del G-20, vorrei analizzare una proposta di Zhou Xiaochuan, Governatore della Banca Popolare della Cina (Zhou, 2009). Dopo aver individuato che un problema fondamentale dell'attuale sistema monetario internazionale deriva dal fatto che una valuta nazionale è utilizzata come principale risorsa di riserva a

livello internazionale, il Governatore Zhou ha suggerito che uno degli obiettivi della riforma dovrebbe essere la creazione di una *"moneta internazionale di riserva che sia scollegata dalle singole nazioni e sia capace di rimanere stabile nel lungo periodo"*. In effetti, *"una valuta di riserva sovranazionale gestita da un'istituzione mondiale potrebbe essere usata sia per la creazione che per il controllo della liquidità globale"*. Più in particolare, egli ha auspicato che i Diritti Speciali di Prelievo (DSP), emessi dall'FMI, possano diventare una moneta sovra-nazionale e che tale ruolo venga promosso più attivamente in futuro, sia attraverso un ulteriore aumento delle allocazioni di DSP sia favorendo il loro utilizzo nel commercio internazionale e nelle transazioni finanziarie.

L'aumento di allocazioni di DSP è già stato approvato lo scorso anno dai governi membri dell'FMI; la nuova cospicua assegnazione di DSP, la prima dopo molti anni, ha di fatto decuplicato l'ammontare di DSP. Tuttavia, anche dopo l'ultimo aumento, i DSP rappresentano ancora meno del 5 per cento delle riserve globali di valuta estera.

La proposta che l'FMI e la comunità internazionale debbano promuovere attivamente l'uso dei DSP nel commercio e nelle transazioni finanziarie è altrettanto stimolante ed è stata ripresa da numerosi accademici e politici³. Attualmente, i DSP possono essere considerati come una valuta internazionale solo in un senso limitato del termine, perché i DSP sono un paniere di valute, non sono emessi da una banca centrale e il loro uso è limitato a istituzioni "autorizzate" del settore pubblico. I paesi non possono utilizzare direttamente i DSP per intervenire sul mercato dei cambi, ma è necessario prima convertirli in una valuta "reale". In ogni caso la possibilità di utilizzare i DSP direttamente negli interventi richiederebbe, in primo luogo, l'esistenza di un mercato dei DSP nel settore privato. Ciò, tuttavia, non è mai stato realizzato, anche se non pare sussistano particolari ostacoli tecnici.

A questo proposito, è interessante confrontare il caso dei DSP con quello dell'ECU, il paniere di valute introdotto nel 1979 nel contesto del sistema monetario europeo che alla fine confluì nell'euro. Mentre l'uso dell'ECU, similmente a quello dei DSP, era limitato alle transazioni tra investitori istituzionali, nel corso degli anni '80 e '90 si sviluppò un ampio mercato privato di strumenti finanziari denominati in ECU. Fu emesso un consistente quantitativo di obbligazioni denominate in questa nuova unità e si sviluppò un mercato interbancario dei depositi in ECU, ai quali si aggiunsero un accordo tra un gruppo di banche private per la compensazione dei pagamenti in ECU e la diffusione di un'ampia gamma di strumenti derivati denominati nella stessa unità. In questo contesto le banche centrali europee costituirono riserve in titoli espressi in ECU privati, che potevano essere utilizzati per effettuare interventi direttamente in ECU. La rapida crescita di un mercato privato di titoli denominati in ECU beneficiò del sostegno delle istituzioni comunitarie e di alcune istituzioni nazionali (compresa la Banca d'Inghilterra), le quali emisero titoli denominati in ECU, garantendo così la massa critica che permise al mercato di decollare. Inoltre, le

³ Si veda ad esempio Williamson (2009), Kenen (2010) e Padoa-Schioppa (2010). Per una discussione sulla questione della riforma del sistema monetario internazionale, si veda Greenwald e Stiglitz (2008), Bergsten (2009), Eichengreen (2009), Cooper (2009), Mateos y Lago e al. (2009).

istituzioni dell'Unione Europe (UE) fornirono certezza legale alla definizione del paniere e alla sua continuità.

Similmente al caso dell'ECU, strumenti denominati in un paniere, come quello dei DSP, che includa tutte le maggiori valute sarebbero in grado di offrire forme di copertura naturale per aziende che operano a livello globale. Una volta sviluppati mercati in DSP sufficientemente liquidi, queste imprese troverebbero conveniente gestire la maggior parte delle proprie operazioni finanziarie in tale valuta piuttosto che nelle singole monete componenti. La difficoltà sostanziale sta però nel raggiungere la massa critica che consente lo sviluppo di un mercato ampio, diversificato e liquido, in cui i costi di transazione possano essere sufficientemente bassi da far emergere i vantaggi naturali dei DSP. Considerando l'inerzia generata dalla presenza di esternalità di rete nonché dalle varie economie di scala e di scopo, il raggiungimento di una tale massa critica sarebbe praticamente impossibile senza un intervento attivo da parte degli organismi pubblici. Il tipo di azioni che sono state intraprese per promuovere lo sviluppo del mercato degli ECU potrebbe costituire un punto di partenza⁴. Nel tempo, i DSP potrebbero essere ampiamente utilizzati nelle transazioni commerciali. I produttori di materie prime scambiate sui mercati internazionali potrebbero desiderare di fissare i prezzi in una unità di conto che replica meglio del dollaro la composizione valutaria delle loro importazioni. Ciò, a sua volta, incoraggerebbe nelle transazioni internazionali la fatturazione in DSP, creando un ulteriore incentivo per i paesi a detenere riserve in DSP. E' probabile che gli incentivi all'uso dei DSP come unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore si rafforzerebbero reciprocamente.

Rafforzare il ruolo dei DSP può richiedere, ad un certo punto, la revisione della composizione del paniere in modo da renderlo più rappresentativo delle principali regioni economiche del mondo. Due elementi dovrebbero, tuttavia, essere tenuti a mente: per motivi operativi, sarebbe preferibile continuare a limitare il paniere alle principali valute; inoltre, tutte le valute del paniere dovrebbero essere pienamente convertibili e disporre di mercati finanziari ben sviluppati e operanti in regime di piena mobilità dei capitali, in modo che le operazioni di arbitraggio possano allineare i prezzi degli strumenti denominati in DSP a quelli degli strumenti denominati in ciascuna delle valute componenti, facilitando così sia lo sviluppo sia l'accettazione dei DSP. Ciò implica che l'inclusione del renminbi cinese nel paniere dei DSP, altamente auspicabile per ragioni economiche, debba comunque essere rinviata finché i mercati finanziari che operano in renminbi non abbiano raggiunto un sufficiente grado di sviluppo e di apertura.

⁴ Ad esempio, i governi nazionali e le istituzioni multilaterali potrebbero emettere con maggiore regolarità strumenti di debito denominati in DSP. Raggiunto un volume sufficiente di strumenti di debito con diverse scadenze, è plausibile aspettarsi che sia il mercato stesso a sviluppare strumenti derivati basati su di essi. Inoltre, non dovrebbe essere troppo difficile per le istituzioni internazionali, in collaborazione con le banche private, favorire la creazione di un meccanismo di compensazione per i depositi in DSP nel settore privato. Potrebbero inoltre essere trovati sistemi per collegare il mercato dei DSP del settore privato con quello ufficiale (cosa che *non* esisteva nel caso dell'ECU) attraverso l'allentamento delle restrizioni legali per l'uso dei DSP ufficiali oppure tramite un'istituzione che svolga il ruolo di stanza di compensazione.

E' importante ora chiedersi in che modo un rafforzamento del ruolo dei DSP possa contribuire a superare le debolezze di fondo dell'attuale sistema monetario internazionale. Questa è una domanda complessa per la quale ho solo qualche risposta provvisoria. In primo luogo, una volta che i DSP siano diventati un'attività di riserva vera e propria, i paesi con un'ampia gamma di partner commerciali sarebbero incentivati a gestire le proprie valute in relazione ai DSP, mentre quelli più strettamente integrati con una particolare regione potrebbero continuare a mantenere un legame con una valuta regionale (dollaro, euro e, in futuro, renminbi). E' plausibile ritenere che i paesi che dovessero fissare o gestire i tassi di cambio con riferimento ai DSP desiderino anche accumulare riserve in DSP, anziché in dollari. In secondo luogo, regolari emissioni di DSP da parte del FMI e la loro trasformazione in una "vera" valuta di riserva contribuirebbero a diminuire l'incentivo ad accumulare altre valute mantenendo tassi di cambio sottovalutati (e sterilizzando gli afflussi di capitale), fenomeno che nel recente passato è stato determinante per l'ampliamento degli squilibri globali.

Ritengo che questi effetti contribuirebbero a rendere il sistema più equilibrato e stabile, anche se potrebbero essere avvertiti gradualmente, con il crescere del ruolo dei DSP. Eppure, due questioni importanti rimarrebbero irrisolte: i tassi di cambio tra le valute più importanti potrebbero continuare a subire ampie fluttuazioni, anche se ciò potrebbe avere effetti meno destabilizzanti sulle valute dei paesi terzi nella misura in cui molte di queste potrebbero essere collegate ai DSP; inoltre, dal momento che i DSP rimarrebbero un paniere di valute, senza una propria banca centrale, la "politica monetaria globale" continuerebbe ad essere una sorta di media ponderata dell'orientamento monetario espresso dalle principali economie. Sebbene le decisioni dell'FMI sulle allocazioni e cancellazioni di DSP potrebbero potenzialmente influenzare il segno di tale politica globale, il complesso processo decisionale in materia di allocazione di DSP potrebbe non essere adatto a condurre un'efficace politica monetaria su scala globale.

Al fine di agevolare la transizione verso un sistema basato sui DSP, potrebbe in ogni caso essere necessario istituire a livello di FMI dei conti di riserva denominati in DSP, dove i paesi membri possano depositare le loro riserve di valuta e ottenere in cambio depositi in DSP, come suggerito dal Governatore Zhou. L'idea ricorda da vicino quella del "conto sostituzione", che ha una lunga storia nei negoziati sulla riforma del sistema monetario internazionale in cui sono stato personalmente coinvolto (Micossi e Saccomanni, 1981). Nel più ampio contesto della proposta del Governatore Zhou, questo potrebbe rappresentare un modo per facilitare il passaggio a un sistema basato sui DSP, evitando l'incertezza e la potenziale instabilità valutaria connesse al cambiamento nella composizione delle riserve mondiali (Kenen, 2010).

La ragione a sostegno della creazione di un "conto sostituzione" è duplice. In primo luogo, permetterebbe ai paesi di riequilibrare la composizione delle proprie riserve attraverso operazioni fuori mercato, evitando così gli effetti indesiderati sui tassi di cambio connessi alla liquidazione di grandi quantità di riserve in dollari. In secondo luogo, consentirebbe di condividere il rischio di cambio o di spostarlo dai detentori originali delle

riserve in dollari ad altri soggetti. Questo secondo risultato dipenderebbe però da specifici accordi tecnici⁵.

Chiaramente, le implicazioni finanziarie delle diverse opzioni per ripartire i rischi sarebbero molto diverse e dipenderebbero essenzialmente dalle aspettative sull'evoluzione dei tassi di cambio dopo il trasferimento delle riserve. Pertanto, la negoziazione di accordi di questo tipo dovrebbe essere parte di un accordo più generale sulla riforma del sistema monetario internazionale. Nella misura in cui una tale riforma fosse in grado di rimuovere le cause strutturali di debolezza del dollaro, essa potrebbe anche contribuire a rendere il rischio di cambio più accettabile (Williamson, 2009; Kenen, 2010).

4. Il processo di riforma del G-20

Un prova cruciale della risolutezza delle autorità di politica economica dei principali paesi nell'affrontare le debolezze dell'attuale sistema monetario e finanziario globale e nel rimettere l'economia mondiale su un sentiero di crescita sostenibile sarà fornita dal risultato degli sforzi compiuti per riequilibrare la domanda globale mediante un miglior coordinamento delle politiche economiche. Questo impegno è attualmente incentrato sul cosiddetto "*Framework for strong, sustainable and balanced growth*" varato lo scorso anno in occasione del G-20 di Pittsburgh (Saccomanni, 2010). Esso prevede che ogni paese del G-20 identifichi precise misure di politica economica volte al conseguimento di un insieme di obiettivi comuni e che esse siano seguite da un processo di valutazione reciproca per verificarne, con l'assistenza dell'FMI, adeguatezza, coerenza ed efficacia in fase di attuazione.

La scelta del G-20 come principale forum di cooperazione è stata dettata dalla necessità di rafforzare la legittimità delle stesse procedure di cooperazione, riconoscendo che un riaggiustamento globale non può essere trattato come una questione bilaterale tra pochi grandi paesi - non importa quanto grandi - o lasciato alle forze del mercato dei cambi. Ogni tentativo deve essere fatto per garantire il successo del processo avviato dal G-20. Un fallimento avrebbe conseguenze gravi per le prospettive di crescita dell'economia mondiale e potrebbe mettere in moto nuove tensioni sia nel sistema finanziario globale sia nei rapporti di cambio.

L'Europa è fortemente impegnata a svolgere il proprio ruolo nel processo di aggiustamento. Anche se singoli paesi all'interno dell'area dell'euro presentano non trascurabili surplus o deficit, l'area nel suo insieme presenta una situazione di sostanziale pareggio e si è mostrata in grado di assorbire l'impatto di un deprezzamento del dollaro del 45 per cento tra l'inizio del 2002 e la metà del 2008, solo parzialmente compensato dalla

⁵ Per esempio, se le riserve in dollari fossero semplicemente trasferite all'FMI e i depositi acquisiti dai titolari delle riserve fossero denominati in DSP, il rischio di cambio sarebbe spostato su tutti i membri del FMI secondo le loro quote. Se, tuttavia, il risultante credito dell'FMI verso gli Stati Uniti fosse anch'esso espresso in DSP, il rischio sarebbe assunto dagli Stati Uniti (fornendo in effetti una garanzia in DSP sulle proprie passività in dollari). Il problema di ripartizione del rischio non è considerato insormontabile da molti autori. Si vedano Alessandrini e Fratianni (2009) e Kenen (2010).

successiva ripresa del dollaro nei confronti dell'euro. La crisi ha evidenziato come l'adozione di misure per affrontare gli squilibri interni, rimettere in moto la crescita e aumentare la competitività dei paesi membri sia diventata un'importante priorità di politica economica dell'Unione Europea, come indicato nel programma economico per il 2020 presentato di recente dalla Commissione europea. E' stato concordato al più alto livello politico l'impegno costante di adottare "un'azione determinata e coordinata per la salvaguardia della stabilità finanziaria nell'area dell'euro nel suo complesso".

Nella strategia del G-20, il processo volto a riequilibrare e sostenere la crescita globale dovrebbe essere assistito da uno sforzo complementare per liberalizzare il commercio internazionale e rafforzare la regolamentazione finanziaria.

L'impegno a mantenere un sistema commerciale aperto e multilaterale è stato fortemente ribadito in ogni *statement* del G-20, insieme con l'obiettivo di raggiungere "la positiva conclusione dell'Agenda per lo Sviluppo del WTO di Doha con risultati ambiziosi ed equilibrati". Ma i progressi in questo delicato settore non sono stati uniformi. L'evidenza, sebbene aneddotica, fornisce conferma del fatto che forme di protezionismo "a bassa intensità" si stiano diffondendo. Più di 450 misure protezionistiche sono state introdotte lo scorso anno dai membri del G-20, siano essi paesi industriali o emergenti, e un terzo di esse sono state rivolte contro la Cina. I negoziati di Doha, inoltre, continuano a essere ostacolati dalle divergenze tra paesi emergenti e industriali, mentre la prassi di accordi commerciali bilaterali e regionali rimane una minaccia per il carattere multilaterale del sistema del commercio internazionale.

Prosegue nel rispetto dei tempi previsti la revisione della regolamentazione finanziaria internazionale con il coordinamento del Financial Stability Board (FSB). Le aree principali di intervento di questo ambizioso processo includono:

- il rafforzamento della capacità di fronteggiare le situazioni di crisi da parte del sistema finanziario globale (mediante l'aumento del capitale e della liquidità disponibile in eccesso ai requisiti minimi, nonché delle risorse disponibili per accantonamenti a copertura dei rischi);
- il miglioramento della gestione del rischio di liquidità a livello globale (attraverso l'introduzione di due nuove regole quantitative, la prima che intende promuovere la costituzione da parte delle banche di adeguate poste liquide per affrontare situazioni di stress particolarmente severe, la seconda tendente a prevenire squilibri nella struttura delle scadenze);
- la riduzione del rischio di *moral hazard* generato da istituzioni di importanza sistemica (ad esempio, prevedendo requisiti prudenziali aggiuntivi sul patrimonio e sulla liquidità per ridurre la complessità legata ai gruppi societari);
- il rafforzamento delle norme contabili (con l'obiettivo della convergenza tra paesi, della trasparenza e dell'attenuazione della pro-ciclicità);
- l'ampliamento della sorveglianza esercitata sul sistema finanziario (per garantire che tutte le attività di importanza sistemica - come quelle degli *hedge funds* e

delle agenzie di rating - siano sottoposte a un'adeguata regolamentazione e attività di vigilanza);

- il rafforzamento della solidità dei mercati non regolamentati dei derivati (attraverso il potenziamento sia dei requisiti patrimoniali sia degli incentivi volti a favorire gli scambi su mercati regolamentati o il regolamento presso controparti centrali).

L'enorme complessità delle questioni tecniche in gioco, le forti divergenze tra interessi di parte e l'aumentata numerosità dei partecipanti ai negoziati spiegano perché il processo di riforma finanziaria sia ancora in corso dopo più di due anni dallo scoppio della crisi. Non si può tuttavia negare che sia stato ormai raggiunto un elevato grado di consenso sui principali aspetti della riforma, tanto che pare improbabile a questo punto un arresto del processo.

* * *

Lo schema di un nuovo sistema monetario internazionale è in corso di elaborazione nell'ambito del G-20 e nelle principali sedi della comunità accademica. Ciascuno dei principali pilastri del nuovo sistema - politiche macroeconomiche orientate alla stabilità; un sistema commerciale aperto e multilaterale; un regime di regolamentazione più resistente e maggiormente avverso al rischio; un sistema di riserve basato su una valuta "multilaterale" - è giunto a un differente stadio di realizzazione. L'economia mondiale mostra segni di ripresa, ma è essenziale che il ritmo delle riforme non rallenti. E' fondamentale ridurre significativamente il rischio che una crisi devastante come quella che abbiamo appena vissuto possa ripetersi. Ciò richiede di affrontare le potenziali cause di instabilità che sono insite nei nostri, invero molto imperfetti, accordi monetari internazionali.

Riferimenti bibliografici

- Alessandrini, P. and M. Fratianni (2009), “Dominant currencies, Special Drawing Rights and supranational bank money”, *World Economics*, Vol. 10, No. 4, Oct./Dec.
- Bergsten, C.F. (2009), “The dollar and the deficits”, *Foreign Affairs*, Vol. 88, No. 6, November/December.
- Cooper, R. (2009), “The future of the dollar”, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB09-21, September, <http://www.iie.com/publications/pb/pb09-21.pdf>
- Eichengreen, B. (2009), “The dollar dilemma”, *Foreign Affairs*, Vol. 88, No.5, Sept./Oct.
- Greenwald, B. and J. Stiglitz (2008), “A modest proposal for international monetary reform”, International Economic Association Meeting, Istanbul, June, <http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Modest.Proposal.COMBINED.pdf>
- Kenen, P. (2010), “The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system”, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB10-6, March, <http://www.iie.com/publications/pb/pb10-06.pdf>
- Mateos y Lago, I., R. Dutttagupta and R. Goyal (2009), “The debate on the international monetary system”, IMF Staff Position Note, SPN/09/26, November, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0926.pdf>
- Micossi, S. and F. Saccomanni (1981), “The substitution account: The problem, the techniques and the politics”, *BNL Quarterly Review*, No. 137, Nov.-Dec.
- Padoa-Schioppa, T. (2010), “The ghost of Bancor: the economic crisis and global monetary disorder”, speech at a Conference organized by the Foundation International Triffin, http://www.notre-europe.eu/uploads/tx_publication/Speech-TPS-LouvainLaNeuve-25.02.2010.pdf
- Saccomanni, F. (2008), *Managing international financial instability. National tamers versus global tigers*, Edward Elgar Publishing
- Saccomanni, F. (2010), “Turning the page on an era of irresponsibility”, *The International Spectator*, Vol. 45, No. 1, March.
- Visco, I. (2009), “The global crisis: the role of policies and the international monetary system”, paper presented at the G-20 Workshop on the global economy, Mumbai, India 24-26 May 2009, http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/Visco_250509.pdf
- Visco, I. (2010), “Global Imbalances, the Financial Crisis and the International Monetary System”, *World Economics*, Vol. 11, No. 1, January–March 2010, forthcoming.
- Williamson, J. (2009), “Why SDRs could rival the dollar”, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB09-20, September, <http://www.iie.com/publications/pb/pb09-20.pdf> 17
- Zhou, X. (2009), “Reform of the international monetary system”, People’s Bank of China, March, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>