

Università degli Studi di Firenze
Facoltà di Scienze Politiche “Cesare Alfieri”

Le istituzioni finanziarie internazionali nell'economia mondiale

Lettura “Alfieri” del prof. Mario Draghi
Governatore della Banca d'Italia

Firenze, 11 ottobre 2006

Nell'ultimo quinquennio i benefici dell'apertura dei mercati e della rimozione delle barriere agli scambi e alla mobilità internazionale dei fattori produttivi si sono progressivamente consolidati. L'economia mondiale si è espansa; i redditi pro capite sono aumentati; l'inflazione si è attestata su livelli storicamente bassi; i mercati della finanza sono stati connotati da liquidità abbondante, bassi tassi di interesse e volatilità contenuta nei prezzi delle attività finanziarie.

Nella prima metà del 2006 l'economia mondiale ha continuato a crescere a ritmi sostenuti; l'ulteriore accelerazione dei già elevati tassi di crescita ha in parte sorpreso i principali istituti di ricerca pubblici e privati, spingendoli a rivedere verso l'alto le proiezioni per il biennio 2006-2007, tranne che per gli Stati Uniti. Secondo le attuali stime dell'FMI, in linea con quelle di altri organismi internazionali e istituti privati, il PIL globale dovrebbe aumentare del 5,1 per cento nel 2006, per decelerare solo lievemente nel 2007 (4,9 per cento). Si tratta di valori di assoluta rilevanza nel raffronto storico: se le previsioni saranno convalidate dall'esperienza, il quadriennio 2004-2007 risulterebbe il periodo di massima espansione globale dai primi anni settanta del Novecento.

Nel complesso, la crescita mondiale sta divenendo più bilanciata tra le diverse aree: al rallentamento dell'economia statunitense, infatti, fanno riscontro una ripresa più robusta nell'area dell'euro e il proseguimento della crescita in Giappone e nei principali paesi emergenti, specialmente in Cina e in India.

L'inflazione mondiale si è più che dimezzata nella seconda metà degli anni novanta e ha continuato a ridursi negli anni successivi: tra il 2000 e il 2006 essa è scesa al 3,8 per cento. La combinazione, in anni recenti, di elevati tassi di crescita e bassi tassi

di inflazione è il prodotto di numerosi fattori. Anzitutto, la qualità e la credibilità delle politiche monetarie. In secondo luogo, l'azione stessa delle banche centrali è stata agevolata dalla globalizzazione. In particolare, i profondi processi di trasformazione dell'economia cinese e l'ingresso di quel paese nel sistema mondiale degli scambi hanno concorso a moderare l'inflazione stimolando miglioramenti nella produttività dei paesi avanzati, sottoposti alla concorrenza cinese, nonché per il tramite di una minore dinamica dei prezzi dei manufatti importati e dei salari.

Sui mercati finanziari negli ultimi anni si è osservata una volatilità assai inferiore a quella dello scorso decennio. L'attuale fase è contraddistinta in particolare dal coinvolgimento simultaneo di più strumenti e mercati, interessando azioni, obbligazioni emesse da governi e da imprese, tassi di interesse a breve termine, tassi di cambio ed estendendosi dalle economie industrializzate a quelle emergenti. Alla riduzione della volatilità hanno contribuito anzitutto sviluppi strutturali nei mercati finanziari: da un lato, l'aumento della quota di attività gestite da operatori professionali quali investitori istituzionali e *hedge funds* ha accresciuto il grado di liquidità dei mercati; dall'altro, la rapida crescita dei mercati per il trasferimento del rischio ha consentito agli investitori di coprire le proprie esposizioni e allocare i rischi in modo probabilmente più efficiente che in passato. La qualità delle politiche monetarie ha fornito un apporto positivo: le banche centrali formulano oggi i loro obiettivi in modo più chiaro e trasparente, li comunicano al pubblico in modo più efficiente, attuano le decisioni di politica monetaria con maggiore gradualità. Questi profondi cambiamenti sono stati premiati da una stabilizzazione delle aspettative sull'inflazione e sui tassi di interesse a breve con effetti positivi anche sulle scadenze più lunghe.

Questo scenario favorevole non è, tuttavia, scevro da rischi: forti squilibri nelle bilance dei pagamenti, elevati livelli nei prezzi del greggio, segnali di spinte inflattive nei principali paesi avanzati, il rischio di un'inversione delle benigne condizioni prevalenti sui mercati finanziari internazionali.

Il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti ha continuato ad ampliarsi, superando quest'anno gli 800 miliardi di dollari; è possibile che continui ad aumentare nei mesi a venire. Al disavanzo hanno corrisposto l'ulteriore espansione del surplus dei maggiori paesi asiatici e la formazione di ingenti avanzi nei paesi esportatori di petrolio. L'esistenza di forti squilibri nelle partite correnti non implica necessariamente una minaccia alla stabilità del sistema economico-finanziario internazionale. Mercati finanziari spessi, liquidi e interconnessi come quelli attuali possono agevolmente consentire il finanziamento di questi squilibri. Il problema cruciale è capire se le attuali tendenze siano sostenibili e se l'aggiustamento avverrà in modo non traumatico. Gli studi e le spiegazioni finora avanzate aiutano a comprendere meglio l'origine e la persistenza di questi squilibri, ma non dimostrano che essi potranno perdurare in eterno. Secondo le stime dell'FMI, la prosecuzione di un disavanzo statunitense sui valori attuali, pari al 2 per cento del PIL del mondo, implicherebbe l'ulteriore aumento della quota di quel paese nei portafogli finanziari mondiali. Fino a qualche tempo fa, il finanziamento dello squilibrio è avvenuto accumulando passività estere rappresentate da investimenti diretti e da flussi di portafoglio azionari; più di recente, sono fortemente aumentati gli acquisti di titoli obbligazionari; un ruolo significativo è stato svolto dal reinvestimento in titoli statunitensi delle riserve ufficiali accumulate dai paesi in surplus. Il saldo dei redditi da fattori nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti,

tradizionalmente positivo, si è per la prima volta quest'anno invertito di segno. Anche se lo scenario più verosimile rimane quello di una correzione graduale di questi squilibri, esso presuppone la disponibilità, da parte degli investitori internazionali, di continuare ad accrescere la quota di attività statunitensi nel proprio portafoglio negli anni a venire. In caso contrario la correzione risulterebbe più brusca, con ripercussioni severe sul tasso di cambio del dollaro, sui tassi di interesse e, in ultima analisi, sulla crescita dell'economia mondiale. L'entità dei potenziali costi di aggiustamento sottolinea la necessità che i maggiori attori dell'economia mondiale partecipino tutti allo sforzo per ridurre gli squilibri correnti. Ritornerò su questo punto nell'ultima parte del mio intervento, in particolare in relazione al ruolo del Fondo monetario.

Dall'inizio dell'anno il prezzo del greggio è salito a un picco di oltre 75 dollari al barile in agosto, flettendo in modo marcato nel mese successivo fino a circa 60 dollari. L'incremento dei corsi non è imputabile a una riduzione dell'offerta. Infatti, nell'ultimo triennio questa è aumentata del 9 per cento, nonostante le riduzioni temporanee nell'estrazione di greggio e nella raffinazione di prodotti petroliferi causate dall'uragano Katrina e dai rivolgimenti geopolitici nel Medio Oriente. L'aumento è, piuttosto, principalmente attribuibile a fattori di domanda, in particolare al crescente fabbisogno energetico connesso con la rapida espansione degli ultimi anni, segnatamente quella della Cina e di altri paesi asiatici. In un contesto di bassi margini di capacità inutilizzata, e in assenza di prospettive per una forte riduzione strutturale della dipendenza petrolifera dei paesi utilizzatori, non vi è ragione per supporre che la situazione possa cambiare nel breve e medio periodo.

La crescita dei corsi petroliferi implica un trasferimento di potere d'acquisto dai paesi utilizzatori a quelli produttori di petrolio. Per questi ultimi, è importante che il miglioramento nelle ragioni di scambio sia sfruttato non solo per espandere la capacità produttiva del settore petrolifero, ma anche per diversificare la struttura dell'offerta. L'utilizzo dei maggiori ricavi per accrescere il livello dei consumi e investimenti nazionali contribuirebbe, a differenza del loro mero riciclaggio in impieghi finanziari nei paesi avanzati, a moderare gli squilibri complessivi delle partite correnti. Nei paesi importatori di greggio, in presenza di politiche monetarie non accomodanti volte a prevenire effetti inflattivi di secondo ordine, è necessario che i salari reali e i prezzi alla produzione mantengano un appropriato grado di flessibilità, se si vuole evitare un aumento della disoccupazione e contenere la perdita in termini di prodotto. D'altro lato, la variazione nei prezzi relativi prodotta dall'aumento dei corsi petroliferi dovrebbe portare a una riduzione del consumo di petrolio e all'utilizzo di fonti alternative; questo processo non dovrebbe essere scoraggiato dai governi nazionali.

Una questione importante è se l'attuale bassa volatilità rafforzi o riduca la stabilità finanziaria. La risposta non è univoca. Da un lato, i fattori prima menzionati hanno certamente migliorato il funzionamento e la struttura dei mercati; dall'altro, la volatilità contenuta, combinandosi con tassi di interesse di mercato eccezionalmente bassi, ha spinto molti investitori a ricercare rendimenti più elevati e questo può aver comportato l'assunzione di rischi eccessivi. Una seconda tipologia di rischi è connessa con la stessa sofisticatezza dei mercati; gli strumenti derivati potrebbero amplificare l'effetto di perturbazioni in periodi di stress, quando la liquidità di mercato si riduce; analogamente, gli *hedge funds* (che pure contribuiscono ad accrescere la liquidità del

mercato) potrebbero amplificare la variabilità dei prezzi delle attività. In una prospettiva di più lungo termine, infine, rimane il problema di valutare se la caduta della volatilità rappresenti un fenomeno permanente o meno. Anche qualora la risposta fosse affermativa, sarebbe necessario chiedersi se gli investitori siano preparati a fronteggiare eventuali forti turbolenze di carattere persistente, che non possono essere escluse *a priori*. Se essi selezionano il proprio portafoglio sulla base di prezzi di mercato che a loro volta incorporano l'aspettativa di una bassa volatilità, questi potrebbero risultare vulnerabili a repentine revisioni di queste aspettative. In conclusione, vi è una profonda incertezza sulla natura della volatilità finanziaria.

La gravità degli squilibri internazionali nei pagamenti e l'entità dei costi di aggiustamento di tali squilibri trovano nelle istituzioni finanziarie internazionali un luogo naturale di scambio di informazioni e di stimolo all'azione.

Obiettivi, livelli e modalità della cooperazione economica internazionale sono stati profondamente influenzati dallo sviluppo di mercati finanziari privati altamente integrati. L'ambito della cooperazione è divenuto più articolato, estendendosi dal campo classico della macroeconomia e del coordinamento delle politiche economiche a quello della struttura dei mercati, della regolamentazione, delle pratiche di vigilanza, degli standard e dei codici di comportamento. Il numero di enti e organismi dedicati alla cooperazione è aumentato, riflettendo l'esigenza di una più efficiente divisione del lavoro e coinvolgendo in vario grado espressioni e soggetti appartenenti al settore privato.

Dalla nascita nel 1944 il Fondo monetario internazionale (FMI) ha ampliato la sua *membership* dagli originari 40 agli attuali 184 paesi, divenendo così la principale istituzione finanziaria multilaterale del mondo. Nel tempo, le tradizionali funzioni (“sorveglianza”, attività di prestito e assistenza tecnica) hanno subito mutamenti rilevanti. La funzione finanziaria si impernia tuttora sulla originaria struttura di “cooperativa di credito” dell’FMI. In sostanza, il capitale sottoscritto dai paesi membri (le “quote”) è impiegato per erogare prestiti a membri in temporanee difficoltà di bilancia dei pagamenti. Negli anni, lo stock di credito dell’FMI ai paesi membri ha oscillato vistosamente attorno a un trend che è rimasto crescente fino all’inizio di questo decennio; i picchi nelle erogazioni testimoniano l’avvicinarsi di crisi che hanno colpito, con intensità proporzionale al crescente grado di mobilità dei movimenti di capitale, diverse categorie di paesi membri: prima quelli industriali, colpiti dai rincari del petrolio negli anni settanta, poi quelli emergenti, che hanno sofferto di crisi del debito estero negli anni ottanta, e soprattutto di turbolenze dal lato dei movimenti di capitale negli anni novanta.

La “sorveglianza” ha subito mutamenti più radicali. Fino all’inizio degli anni settanta, il Fondo aveva rappresentato il “guardiano” di un sistema monetario caratterizzato da cambi fissi ma aggiustabili e da movimenti di capitale assai modesti; in questo contesto, la sorveglianza mirava a identificare politiche economiche coerenti con il sistema di cambi e vigilare su quelle effettivamente perseguite dai paesi membri, potendo fare ricorso a poteri sanzionatori anche ampi in caso di scostamenti. Dopo il crollo del sistema di cambi fissi, si riconobbe ai paesi membri la libertà di scegliere il regime di cambio più appropriato, mantenendo alcuni obblighi generici quali, ad esempio, il perseguimento di politiche interne “orientate alla stabilità” e l’impegno a “non manipolare” il livello del cambio a svantaggio dei partner. A dispetto di questi

deboli fondamenti giuridici, l’FMI ha saputo modulare l’attività di sorveglianza secondo le circostanze dei paesi membri, esercitando un’influenza rilevante sulla loro politica economica soprattutto per le economie emergenti. Alla luce delle crisi finanziarie della fine degli anni novanta e dell’attenzione più marcata sul settore finanziario dell’economia, la sorveglianza si è estesa dal campo più tradizionale delle politiche macroeconomiche a quello dell’adozione e osservanza degli standard e dei codici di buona condotta in materia di vigilanza sul sistema bancario, di regole di mercato, di trasparenza delle informazioni statistiche.

Oggi il Fondo attraversa una crisi di identità. Alla sua radice vi è la decisa flessione, nell’ultimo triennio, nella domanda di credito da parte dei suoi tradizionali “clienti”. Lo stock di prestiti dell’FMI è sceso, in valore assoluto, ai livelli dei primi anni ottanta. È questo il risultato paradossale di un fenomeno peraltro favorevole, cioè la buona condizione dell’economia mondiale e l’assenza di crisi finanziarie. D’altro lato, negli ultimi anni i paesi emergenti hanno accumulato riserve in valuta estera, riserve che oggi superano di circa 10 volte la dimensione finanziaria del Fondo. Non sono mancate proposte, soprattutto da parte dei paesi asiatici, di utilizzare parte delle riserve per istituire nuovi “fondi monetari regionali” volti a erogare prestiti in maniera simile all’FMI.

Se la riduzione del credito avesse natura permanente, non rimarrebbe altra strada che ridimensionare drasticamente la funzione finanziaria del Fondo; le stesse attività di “sorveglianza” dovrebbero essere riformate, dal momento che l’influenza dell’FMI sui paesi si fonda anche sul suo ruolo di potenziale finanziatore.

Il fenomeno è riconducibile a fattori sia strutturali che ciclici. Fra quelli strutturali, la prevalenza di regimi di cambio flessibili, la migliorata qualità delle politiche economiche dei paesi membri, la capacità dei mercati finanziari privati di

soddisfare la domanda di credito. Tuttavia, non è da escludere che l'attuale fase positiva possa interrompersi; movimenti repentini nei tassi di cambio e di interesse, aumenti del premio per il rischio potrebbero complicare la situazione debitoria di alcune delle economie emergenti.

Non si tratta, quindi, di eliminare il Fondo dall'arena delle istituzioni finanziarie internazionali, o di ridurre il suo ruolo, ma di renderlo più consono alle condizioni di un'economia globalizzata e complessa.

Due sono le direttrici di riforma fondamentali: la "missione" del Fondo e la sua struttura di governo. Circa la prima, la funzione di "sorveglianza" è tornata ad essere il baricentro della sua attività, soprattutto con riferimento a due questioni: (a) i movimenti dei tassi di cambio delle maggiori economie, sia avanzate che emergenti; (b) l'urgenza di contenere gli squilibri nelle bilance dei pagamenti. Su quest'ultimo fronte, il Fondo ha avviato di recente speciali consultazioni con le autorità di Stati Uniti, Giappone, Area dell'euro, Cina e Arabia Saudita, con l'obiettivo di definire e sollecitare l'adozione, attraverso uno sforzo concertato internazionalmente, di misure atte a contribuire alla riduzione di detti squilibri.

Circa il governo del Fondo, è avvertita l'esigenza di far sì che il potere di voto e di direzione dell'istituzione rifletta in modo più adeguato il mutare del peso economico dei paesi membri. Nelle recenti riunioni annuali di Singapore, si è convenuto di aumentare le quote di partecipazione al capitale sociale dell'FMI e con esse il potere di voto per i paesi oggi maggiormente sottorappresentati: Cina, Corea, Messico e Turchia. È previsto che in futuro altri paesi emergenti vedranno crescere quote e potere di voto. Sarà salvaguardata la voce effettiva dei paesi più poveri nella gestione degli affari del Fondo.

Il Foro per la Stabilità Finanziaria (FSF), istituito nel 1999 sotto l'egida del G7, riunisce in un'unica sede informale di concertazione governi, banche centrali e autorità nazionali di supervisione competenti in materia di stabilità finanziaria dei sette principali paesi, oltre all'Australia, ai Paesi Bassi, Hong Kong e Singapore. Accanto a questi siedono esponenti delle istituzioni finanziarie internazionali (FMI, Banca Mondiale, BRI, OCSE) e degli organismi di autoregolamentazione nel settore bancario, societario, assicurativo e contabile.

Il mandato del Foro è quello di: a) valutare gli elementi di potenziale vulnerabilità insiti nel sistema finanziario mondiale; b) individuare le misure più efficaci volte a fronteggiare tali vulnerabilità; c) favorire la coordinazione e lo scambio di informazioni fra le diverse autorità responsabili della stabilità finanziaria.

Tra gli elementi di potenziale fragilità, il Foro ha affrontato, nel corso degli anni, le tematiche relative al ruolo dei centri *off-shore*, all'operare delle istituzioni ad alta leva finanziaria, alla intensità e variabilità dei movimenti di capitale, al trasferimento del rischio di credito, alle società di riassicurazione, alle regole del governo societario e, più recentemente, all'attività degli *hedge funds*. Il Foro ha inoltre incoraggiato il processo di adozione degli standard e dei codici di condotta stabiliti in sede internazionale. Come principio generale, l'attenzione del FSF è tipicamente rivolta agli intermediari e alle infrastrutture del settore finanziario, non a singoli paesi; a problemi strutturali, finanziari e di regolamentazione anziché congiunturali, reali e macroeconomici. Il suo fine ultimo è quello di prevenire situazioni di crisi, non di prevederle o gestirle.

Nel guardare al futuro, un elemento di preoccupazione risiede nel pericolo che si modifichi l'attuale fase di bassa volatilità nei mercati, senza che le istituzioni finanziarie siano adeguatamente preparate. Ciò è più probabile in una fase di transizione come

l'attuale: diviene sempre più complesso integrare il flusso di innovazioni finanziarie nei sistemi di gestione del rischio. È quindi importante che i regolatori dispongano di informazioni accurate e tempestive sull'entità e la distribuzione dei rischi, le caratteristiche degli investitori che li sopportano, la struttura e la liquidità dei mercati, il funzionamento dei nuovi prodotti finanziari. Per assicurare una migliore comprensione dei nuovi rischi da parte delle stesse istituzioni finanziarie e far sì che esse siano attrezzate a gestirli in modo efficiente, è altresì necessario verificare la solidità dei loro meccanismi di controllo interno, nonché migliorare la raccolta di informazioni statistiche. Questo processo comporta costi che potrebbero essere considerati eccessivi qualora i fenomeni si rivelassero episodici e limitati. Il FSF può contribuire in modo decisivo a valutare costi e benefici, operando in stretta cooperazione con il settore privato.

L'accelerazione della crescita economica mondiale negli ultimi anni si inserisce in una tendenza di più lungo periodo. L'introduzione dei meccanismi di mercato, l'apertura al commercio internazionale hanno sospinto lo sviluppo di grandi paesi: dapprima Giappone, Corea, il gruppo delle "tigri" asiatiche; da ultimo Cina e India. Hanno sollevato centinaia di milioni di persone, una frazione significativa dell'umanità, da condizioni di povertà assoluta.

Perché il processo continui, è importante che l'apertura ai meccanismi di mercato e al commercio internazionale si estenda dalla produzione e dallo scambio dei beni a quelli dei servizi. I servizi finanziari presentano straordinarie potenzialità di sviluppo con benefici per i paesi emergenti che è difficile sopravvalutare.

La crescita tumultuosa di questi paesi richiede un sistema finanziario moderno che incanali i loro vasti risparmi e promuova un'efficiente allocazione del capitale; che innalzi il consumo delle famiglie e consenta loro di meglio provvedere al futuro, in assenza di una copertura efficace dei sistemi di sicurezza sociale.

La creazione di un'adeguata cornice istituzionale è una condizione necessaria per lo sviluppo di sistemi finanziari moderni. Una delle lezioni dei casi di successo della globalizzazione (come del resto degli insuccessi, che non sono mancati, in particolare nell'Africa subsahariana) è il ruolo delle buone istituzioni: garantire certezza del diritto, efficienza della giustizia, onestà ed efficacia dell'amministrazione è indispensabile per promuovere lo sviluppo dell'economia in generale. Questo fattore ha un ruolo ancora più importante per il settore finanziario, che non può prosperare senza il sostegno di regole certe e condivise, di standard adeguati di condotta societaria, di sufficiente trasparenza ed efficienza dei mercati.

Assicurare queste condizioni non è un compito facile. Non è solo questione di buone leggi, ma anche, e forse soprattutto, di una loro piena applicazione. Essa richiede, in molti paesi emergenti, una trasformazione della cultura dell'amministrazione e degli stessi agenti economici. È quindi importante il ruolo dei governi dei paesi interessati: ma anche quello delle istituzioni finanziarie internazionali, nel persuadere, assistere, guidare con l'esempio.