

# Commento\*

ALBERTO GIOVANNINI

## 1. Introduzione

Stanley Fischer e Carl-Johan Lindgren discutono approfonditamente le questioni sollevate dalla trasformazione dei mercati mondiali dei capitali, in relazione al ruolo delle istituzioni economiche internazionali quali il FMI.

L'articolo inizia sostenendo che un sistema finanziario solido è la precondizione per una crescita economica stabile, specialmente per le economie emergenti, e sottolinea il ruolo delle autorità di vigilanza nella salvaguardia del sistema finanziario; spiega le iniziative del Fondo nell'area dei sistemi finanziari e i suoi obiettivi nel futuro immediato; si conclude con un riassunto dei lavori del Fondo su una struttura analitico-operativa per la stabilità finanziaria, che tra le altre cose abbozza una serie di linee guida per la vigilanza nel settore finanziario.

Nel mio commento in un certo senso ampliarò l'orizzonte dell'articolo di Fischer e Lindgren discutendo la questione del ruolo appropriato di un'istituzione come il FMI: quali sono le ragioni storiche ed economiche per le quali è diventato - di fatto - il sorvegliante del sistema finanziario internazionale? Nella conclusione sosterrò che vi sono molte buone ragioni per trasformare istituzionalmente il FMI in un sorvegliante del sistema finanziario internazionale. Tuttavia vi sono anche molti problemi riguardo al mandato del FMI in questo suo nuovo ruolo, problemi che non sono ancora risolti.

---

□ Long-Term Capital Management, London (Gran Bretagna).

\* Tutte le opinioni espresse sono esclusivamente dell'autore.

## 2. Evoluzione del ruolo del FMI

Il FMI si è trasformato negli anni insieme ai mercati finanziari mondiali. È nato dopo la seconda guerra mondiale quando i controlli sui movimenti dei capitali nei paesi industrializzati erano diffusi, e quando gli intermediari finanziari, in pratica in tutto il mondo, erano fortemente vincolati nelle loro decisioni di investimento e di finanziamento. In tale mercato, dominato da restrizioni sui pagamenti e sugli intermediari finanziari, la liquidità diventa un importante bene pubblico.

Il FMI, infatti, ha iniziato la sua attività come il principale *fornitore di liquidità internazionale*. Il finanziamento della bilancia dei pagamenti è il problema chiave per i paesi in cui gli esportatori e gli importatori non possono finanziare il commercio internazionale e dove il mercato dei cambi è monopolio della banca centrale. La banca centrale diventa il fornitore di valuta e può non essere in grado di acquistarla a un determinato prezzo.

La condizione per la concessione del finanziamento del FMI è stata, ed è, l'adozione di buoni programmi di aggiustamento. Il FMI, di conseguenza, si è trovato rapidamente nella necessità di sviluppare conoscenze per poter assistere con efficacia i paesi nella preparazione dei loro programmi di aggiustamento. Di qui il ruolo di fornitore di liquidità si è accompagnato e ha contribuito alla crescita del ruolo di *consigliere macroeconomico*.

Sono state le esperienze dei programmi di aggiustamento dei paesi industrializzati negli anni Settanta a far crescere il ruolo del FMI come consigliere e contemporaneamente a fargli acquisire nuove funzioni. Il suo stato di istituzione internazionale del tutto indipendente dai vari partiti politici nazionali e la competenza tecnica in questioni macroeconomiche hanno reso il FMI il *garante della desiderabilità di politiche economiche* altrimenti impopolari.

Le crisi finanziarie internazionali degli ultimi anni Settanta e degli inizi degli anni Ottanta hanno reso evidente che le possibilità di un paese di uscire dalla crisi sono maggiori quando le sue politiche sono approvate e sostenute finanziariamente dal FMI divenuto, così, il *segnalatore delle possibilità di svolta* economica di un paese.

La crescita dei mercati mondiali dei capitali e il progressivo abbandono dei controlli sui movimenti di capitale hanno mostrato che

questi differenti ruoli (fornitore di liquidità, consulente macroeconomico, garante della necessità di politiche impopolari, segnalatore delle migliorate condizioni di credito di un paese) potevano essere svolti separatamente. Anzi, i paesi con i mercati dei capitali e i flussi di capitali più efficienti facevano più affidamento sul ruolo di segnalatore e di consulente del FMI che su quello di fornitore di liquidità.

Da dove viene il ruolo di sorvegliante della finanza internazionale? Fischer e Lindgren sostengono che, di fatto, il FMI ha già svolto questo ruolo. Concordo con questa affermazione. È evidente che le crisi finanziarie hanno potenziali implicazioni sistemiche internazionali. Il governo degli Stati Uniti ha fatto proprio riferimento a questi rischi sistemici quando ha spiegato al pubblico la sua iniziativa per il salvataggio del Messico. Potrebbe quindi sembrare che il FMI, nella sua funzione di istituzione internazionale indipendente da ogni paese, è idealmente adatto ad affrontare i problemi internazionali causati da gravi crisi finanziarie.

Nel prosieguo del mio commento discuterò i problemi che devono essere affrontati quando si tenta di trasformare le generiche giustificazioni per la necessità di un regolatore/sorvegliante internazionale negli aspetti pratici dell'attuazione di una tale istituzione.

## 3. Le cause e i canali delle esternalità: dall'idea alla politica

Fischer e Lindgren sottolineano, appropriatamente, il ruolo importante dei fenomeni macroeconomici (a rigor di logica qui vi è una certa tautologia, dal momento che le esternalità sono fenomeni aggregati...). Tuttavia, l'accento su alcuni fenomeni chiave macroeconomici è corretto sia a causa della loro importanza sia perché il FMI ha una specifica competenza sui problemi e sulle politiche macroeconomiche, e pertanto è naturale che gli autori inizino dagli aspetti macroeconomici.

Si consideri un paese che finanzia gli investimenti interni con capitali stranieri. Questo paese ha, per definizione, disavanzi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti. Questi squilibri dei pagamenti sono uno dei canali principali dell'interazione tra rischi macroeconomici e rischi finanziari nei mercati emergenti.

Sappiamo che un buon investimento, un investimento con un valore attuale netto positivo, non fa nascere nessun problema anche se è finanziato con capitali esteri e se contribuisce a far aumentare il disavanzo dei conti correnti. Cionondimeno, i paesi con elevati disavanzi nei conti correnti sono percepiti come paesi che presto avranno bisogno di politiche di aggiustamento. Così, anche investimenti buoni possono contribuire alla fragilità macroeconomica di un paese. Questa supposizione significa che per formulare un'ipotesi convincente circa la natura e il ruolo delle esternalità nei flussi internazionali di capitali è necessaria un'analisi approfondita, che non può essere fatta in questo breve commento. Qui voglio solo mettere in evidenza che il sommarsi degli investimenti in più ampi disavanzi del conto corrente della bilancia dei pagamenti potrebbe essere un importante canale di creazione dei rischi sistemici nei mercati emergenti.

Un altro fenomeno macroeconomico importante, molto conosciuto e potenziale fonte di esternalità, è legato ai problemi della politica monetaria di breve periodo: in un regime di tassi di cambio ancorati molte istituzioni (in genere le istituzioni finanziarie locali o le imprese multinazionali) sono pesantemente coinvolte in strategie cosiddette convergenti (indebitarsi in valuta per investire nel mercato monetario locale). Sappiamo dalla letteratura che tali situazioni possono portare a equilibri multipli. Tali equilibri possono essere caratterizzati da differenti livelli di benessere sociale, così come da differenti distribuzioni della ricchezza. In questi casi, un governo potrebbe contribuire alla scelta degli equilibri caratterizzati da "migliori" livelli di benessere sociale e distribuzione di ricchezza.

Gli argomenti sopra riportati portano alla supposizione che esista un ruolo economico genuino per l'intervento di istituzioni pubbliche a salvaguardia della stabilità finanziaria internazionale. Tuttavia, la distanza tra le supposizioni e le giuste decisioni o le istituzioni appropriate è grande. E tuttavia l'unico modo di identificare il ruolo delle istituzioni di governo è quello di identificare in modo chiaro i fallimenti del mercato. Le idee espresse sopra sono una guida in quella che considero la giusta direzione, ma solo una guida. È interessante notare che l'attuale ampia e crescente letteratura su questi temi non sembra preferire questo approccio (si veda, per esempio, Sachs 1995<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> J. Sachs (1995), "Alternative approaches to financial crises in emerging markets", dattiloscritto, Harvard Institute of International Development, November.

Quando si considera il fenomeno delle crisi finanziarie internazionali vi sono altre distorsioni da aggiungere alla lista precedente. Queste sono più propriamente fenomeni microeconomici, e hanno a che vedere con la diffusione delle crisi finanziarie. Uno studio corretto di questi fenomeni richiede la descrizione del comportamento degli operatori maggiormente coinvolti nei mercati monetari locali. Questi operatori sono le istituzioni che hanno un accesso privilegiato ai mercati locali, sia dal punto di vista regolamentare che dal punto di vista delle informazioni. Gli intermediari finanziari locali e le società multinazionali sono gli esempi tipici.

L'elenco è completato dal sotto-elenco delle esternalità e dei fallimenti del mercato internamente ai paesi. In questa area, il *Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies*, il così detto Rapporto Draghi, contiene l'elenco dei fallimenti più comuni nei mercati emergenti. Il rapporto include:

- la gestione inefficiente delle istituzioni finanziarie. Questo dipende dai controlli interni insufficienti (tecnologia mediocre nell'intermediazione finanziaria) e dagli incentivi insufficienti, spesso dovuti alla natura pubblica della proprietà di tali istituzioni;
- la debolezza della legislazione sui diritti di proprietà;
- gli errori delle norme prudenziali e, spesso, gli interessi privati nell'elaborazione e applicazione dei regolamenti;
- l'illiquidità del mercato.

L'illiquidità è in realtà solo l'implicazione delle molte distorsioni elencate sopra. È del tutto naturale che i mercati dei capitali di rischio, in assenza di istituzioni finanziarie sane e di norme severe per far rispettare i diritti degli investitori, non possono crescere perché vincolati dall'offerta. Dal momento, però, che l'ammontare di rischio di un paese non può diminuire endogenamente, è molto probabile che in tali circostanze siano fatti investimenti rischiosi da istituzioni non preparate ad affrontare il rischio.

L'attività giusta per il Fondo nel suo ruolo di sorvegliante della finanza internazionale dovrebbe essere quello di analizzare, capire e aiutare ad affrontare i problemi indicati in questa nota. Fischer e Lindgren accennano a due cose che il Fondo potrebbe fare: spiegare alle autorità come creare le istituzioni e diffondere le pratiche migliori.

Mi sembra che sia piuttosto difficile essere più ambiziosi di così. Da un lato, le complicazioni indotte dalle distorsioni alla radice della fragilità o instabilità finanziaria sono tali che non si può essere certi che la soluzione proposta dal governo funzioni al cento per cento. Dall'altro, un eccessivo attivismo da parte del governo e delle istituzioni governative fa sorgere ben noti problemi del rischio morale, che indeboliscono, non fortificano, i sistemi finanziari. Infine, nei paesi in cui le distorsioni sono molte e interconnesse esistono difficili problemi di individuazione della sequenza appropriata delle riforme.