

## Commento

ENZO GRILLI

Nell'affrontare i temi della vigilanza, degli standard internazionali e del ruolo del FMI, ho la buona, ma anche la cattiva sorte di essere l'ultimo a parlare. Da un lato, ho sentito quanto detto negli interventi precedenti e pertanto posso evitare di ripetere le stesse cose. Dall'altro lato, alcune delle cose che volevo dire sono già state dette. Inizio da dove si è fermato il precedente intervento, ovvero dal ruolo delle istituzioni internazionali. In ogni episodio di fragilità finanziaria che minacci di diffondersi e di diventare sistemico a causa, per esempio, dei suoi effetti sui prezzi delle attività finanziarie e sul credito internazionale, si sollevano inevitabilmente alcune questioni. Siamo, o non siamo, stati sorpresi dalla crisi, e se sì, perché? dove erano le sentinelle? perché non hanno dato l'allarme? Un'altra domanda, e forse la più importante, è chi si farà carico della situazione? Chi si farà carico, nel caso di crisi, di prevenire il contagio e di assicurare che esse non causino troppi danni?

A un certo livello queste sono domande fondamentali, ma a un altro livello possono diventare assolutamente banali. In un mondo imperfetto, dove non esiste un sistema di sicurezza finanziaria collettiva e dove si verificano crisi di mercato, spesso inattese, la questione dell'identità e dell'efficacia delle sentinelle istituzionali dovrebbe essere posta con molta circospezione. I mercati da soli, se funzionassero bene, dovrebbero dare questi segnali di preavviso. I mercati dovrebbero essere capaci di offrire valutazioni accurate e tempestive dei rischi: rischi di impresa, rischi settoriali (per esempio bancari), rischi paese e così via. I mercati, infine, dovrebbero permettere un'ampia distribuzione di questi rischi, cioè minimizzare la loro concentrazione in uno o pochi operatori e/o luoghi. Ma la loro capacità di fare questo è, evidentemente, molto lontana dalla perfezione. Non si possono, allora, ignorare i fallimenti del mercato, quando si verificano, o attribuire in

---

□ IMF e Johns Hopkins University, Washington (USA).

modo arbitrario la funzione di "sentinella" a qualcuno, e in particolare a istituzioni cui tale ruolo non compete e che, in base alla presente normativa, neppure possono svolgerlo. Questo è illusorio, o anche peggio.

Se le crisi finanziarie sono di notevole dimensione, la domanda successiva che spesso si fa è: a livello internazionale, chi guiderà la risposta "istituzionale" a esse? Il fatto di cui ci si deve ricordare a questo proposito è che non esiste nel mondo attuale un sistema di sicurezza collettiva, economica e finanziaria. Si potrebbe desiderare che questo sistema esista (o si potrebbe desiderare il contrario), ma certamente esso ancora non funziona. Non esiste una brigata internazionale di vigili del fuoco finanziari in grado di intervenire ogni qual volta vi sia un incendio, dal Borneo alla Terra del Fuoco. Ciò che al momento esiste è un sistema di cooperazione internazionale, volontario e abborracciato, che in alcuni casi funziona abbastanza bene e in altri no, ma deve essere sempre attivato caso per caso e attentamente guidato. E la capacità di guida, la *leadership*, purtroppo è un bene scarso. Esistono istituzioni globali, quali il Fondo Monetario, la Banca Mondiale, la World Trade Organization: ciascuna, però, con un mandato differente, con differenti strumenti a disposizione e una giurisdizione imperfetta persino nelle rispettive sfere di attività. Ognuna di esse si prende cura di alcuni aspetti dell'ordine economico mondiale (rispettivamente, i pagamenti internazionali, gli investimenti e il commercio), ma esse non costituiscono, individualmente o collettivamente, un sistema per affrontare le crisi finanziarie. Pertanto non ci si interroghi sulle risposte istituzionali, fino a quando non si è creata la struttura istituzionale necessaria a fronteggiarle. Queste domande sono, in realtà, del tutto inutili.

A livello globale, esiste il FMI che affronta i problemi connessi ai pagamenti internazionali. Come ha già fatto notare Giovannini, il FMI fu istituito per garantire la stabilità del sistema dei pagamenti. Tuttavia, i tipi di pagamenti di cui il FMI doveva favorire la liberalizzazione erano quelli risultanti dalle transazioni in conto corrente. Il FMI non ha *ancora* alcun mandato per le transazioni in conto capitale e per i pagamenti connessi a esse, tanto meno per la sorveglianza del sistema bancario nazionale e internazionale. Il Fondo ha reinterpretato il suo mandato, visto che vive, come tutti noi, in un mondo in continua trasformazione, e lo ha esteso per coprire tutte le *condizioni essenziali* ad assicurare che il sistema dei pagamenti possa funzionare.

Tali condizioni riguardano in sostanza la stabilità macroeconomica a livello nazionale e la compatibilità a livello internazionale. La stabilità è un bene pubblico. Procura benefici per tutti, ma non è automatica. Né può essere garantita dall'esterno del FMI o da altri. I consigli e l'assistenza che il Fondo può e deve offrire ai paesi membri, la persuasione e la vigilanza che esercita non sono sostituiti per le decisioni di politica economica che devono essere prese a livello nazionale.

Nel sistema di cooperazione internazionale attualmente esistente, la stabilità richiede politiche finanziarie, e più in generale macroeconomiche, solide e credibili a livello nazionale. L'instabilità finanziaria è in buona parte generata, o per lo meno molto agevolata, dagli squilibri macroeconomici interni, risultanti da politiche economiche poco fondate e incoerenti, e dalle aspettative costruite su di esse. Vi sono altre cause, o altri fattori che le aiutano, ma i risultati (attesi e realizzati) delle politiche macroeconomiche sono in generale molto importanti per i loro effetti diretti sui sistemi finanziari e sulle aspettative degli operatori di mercato.

Qualcuno si è lamentato che non esistono ancora buoni precursori delle crisi finanziarie. Senza dubbio, non esiste alcunché di simile a un unico indicatore che possa dire quando scoppierà una crisi finanziaria, ma vi sono indicatori che possono segnalare se la probabilità di una crisi finanziaria sta aumentando o diminuendo. Se il deficit della bilancia dei conti correnti è elevato e crescente, se i tassi di cambio sono molto sopravvalutati, se il debito estero (privato o pubblico) è ampio e crescente, si sa, o si dovrebbe sapere, che il rischio sta salendo. Ovviamente non si può sapere con esattezza quando, come e dove la crisi inizierà. Il Messico del 1994 è un caso indicativo. Gli indicatori di base segnalavano chiaramente il pericolo, ma gli operatori di mercato non diedero loro il giusto peso. La Thailandia del 1996 è un altro caso della stessa sindrome. Non è molto difficile vedere dove sono i rischi di instabilità finanziaria, o determinare la loro direzione. Ciò che è molto più difficile dire è quando inizierà la reazione dei mercati e quando scatteranno i comportamenti speculativi e di copertura degli operatori.

Per la stabilità finanziaria, oltre a buone politiche, sono necessarie buone istituzioni nazionali: istituzioni che abbiano il giusto mandato, che operino dentro assetti istituzionali appropriati, che possano parlare indipendentemente e agire autonomamente e che operino realmente con l'obiettivo della realizzazione del bene pubblico. Sono necessarie anche banche centrali indipendenti, istituzioni di vigilanza auto-

revoli, un diritto fallimentare adeguato, un sistema finanziario efficiente. Per un certo periodo si può fare a meno di alcune di tali istituzioni, ma prima o poi viene il momento in cui si dovrà pagare il prezzo degli scarsi risultati ottenuti in queste aree. Spesso, tuttavia, la crescita e l'apparente successo rendono ciechi, nascondono la debolezza istituzionale di tutta l'economia per periodi piuttosto lunghi, così come nascondono le incoerenze delle politiche economiche perseguite.

Stabilità significa anche possibilità di accesso al credito estero nei periodi di crisi. Quando arrivano gli shock, una riserva di risorse finanziarie e valutarie può costituire una differenza importantissima nel determinare i tempi e le caratteristiche delle risposte che a essi si possono dare. Per affrontare una crisi grave, però, la disponibilità di credito estero, o di riserve valutarie interne, di per sé non è mai sufficiente, in particolare se viene meno la fiducia nel paese, a causa di squilibri elevati e crescenti e di una credibilità politica evanescente.

Se per la stabilità macroeconomica e finanziaria del paese sono importanti la macro-stabilità, le buone istituzioni e l'accesso alle risorse nei momenti di difficoltà, che diventano così antidoti alle crisi finanziarie, allora in che modo il FMI può contribuire a creare e preservare questo bene pubblico? La risposta che comunemente si dà è che il FMI può contribuire aiutando a migliorare a livello di paese la formulazione delle politiche macroeconomiche e di settore finanziario e la loro realizzazione, per il tramite di consultazioni regolari con i paesi membri e offrendo credito a quelli che desiderino realizzare politiche di aggiustamento, prima e dopo le crisi. L'assistenza finanziaria del FMI riduce i costi dell'aggiustamento e li rende più sopportabili.

Inoltre il Fondo può contribuire alla stabilità "sanzionando" le politiche economiche perseguite e approvando i relativi risultati di ciascun paese membro; comportandosi in questo modo, esso diventerà un fornitore diretto di "credibilità", interna e internazionale. Giovannini nel suo intervento discuteva la funzione di "sorvegliante" internazionale pubblica offerta dal FMI. Si può infatti sostenere che quando i mercati internazionali offrono più capitali ai paesi, l'importanza del FMI come fornitore di fondi per affrontare i normali problemi di bilancia dei pagamenti dovrebbe diminuire, e la sua importanza come controllore esterno e quindi come "sanzionatore" dovrebbe invece aumentare. Questa posizione ha una sua logica. Vi sono esternalità nella produzione di informazioni, e il settore privato, a differenza del Fondo, ha una capacità molto limitata di imporre condizionalità.

Questo è un ruolo che il Fondo può forse assumere con maggiore intensità che nel passato, sempre che su di esso vi sia il necessario consenso dei paesi membri.

Infine, il FMI può contribuire alla creazione di buone istituzioni nei vari paesi. Non ripeterò le cose già dette da Lindgren e da altri. Il Fondo può incoraggiare la stabilità nazionale e internazionale con il trasferimento dell'esperienza acquisita altrove, con la divulgazione delle migliori procedure finora sperimentate, con l'estensione dell'assistenza tecnica, facilitando la diffusione e l'adozione di standard qualitativi elevati. Tutto questo va bene e può essere considerato acquisito.

Il Fondo ha, in aggiunta a tutto questo, fondi che potrebbe rendere disponibili ai membri come risorse di emergenza nel caso di crisi finanziarie, sebbene questo non sia il principale obiettivo istituzionale per il quale esso è stato creato. Dal mio punto di vista, per giustificare questo ruolo aggiuntivo e per evitare, o per lo meno contenere, gli enormi pericoli di un rischio morale che con esso sorgono, l'offerta di credito ai paesi che affrontano una crisi finanziaria dovrebbe essere fatta solo dopo che le autorità del paese abbiano preso adeguate decisioni di politica economica, e non indipendentemente da esse (solo perché vi è una crisi). Per il Fondo sarebbe molto poco saggio, oltre che "incostituzionale", comportarsi come una brigata di vigili del fuoco che interviene per fornire la "liquidità" in situazioni di crisi e limitarsi a questo. Prima che questo accada, è necessario che nel paese si sia fatto qualcosa che modifichi le politiche e che cambi le risposte degli operatori di mercati interni ed esterni. L'intervento del Fondo deve sostenere, non ritardare, gli aggiustamenti nelle politiche economiche, nelle istituzioni e nei regimi. Nelle crisi i costi dell'aggiustamento sono inevitabili. Possono solo essere minimizzati con una pianificazione attenta, e smussati con il ricorso al credito esterno.

Un'altra condizione per concedere accesso al credito di emergenza durante le crisi finanziarie è che l'azione del Fondo serve a ridurre il pericolo di contagio, cioè a minimizzare la possibilità di diffusione di queste crisi al resto del sistema. Questo è il dividendo sociale che tali interventi devono far guadagnare. Le crisi finanziarie che non comportano rischi sistemici dovrebbero essere affrontate in modo differente, a livello nazionale o forse regionale. Gli interventi del Fondo, infine, dovrebbero essere tali da non rompere la relazione rendimenti/rischi. Una buona parte delle perdite che si accompagnano alle crisi finanziarie deve ricadere sulle spalle degli operatori di mercato.

L'intervento del FMI dovrebbe essere discrezionale e coprire solo una piccola parte dei rischi dei privati. In caso contrario, esso favorirebbe la diffusione nel tempo e nello spazio del "rischio morale".

Il punto finale che desidero enfatizzare e che, a mio avviso, non è stato molto discusso in questo convegno, incentrato come esso era su vigilanza e cooperazione internazionale, è che le responsabilità maggiori per mantenere la stabilità finanziaria ricadono soprattutto sui paesi e lì devono rimanere. L'assistenza esterna non può sostituire l'azione interna. A parte i problemi relativi ai mandati, alle istituzioni e alle regole della cooperazione internazionale, gli interventi che influenzano le istituzioni finanziarie, i regimi e le politiche economiche macro e settoriali sono intrinsecamente interni, nel dominio primario delle autorità nazionali. Allora non si chieda al Fondo, o a qualsiasi altra istituzione, di fare cose per le quali non solo non sono stati creati, ma che non riuscirebbero a fare efficacemente neppure se richieste. *À chacun son métier!* Detto in modo più chiaro, si segua una giusta "divisione del lavoro".