

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

1. Le sconfitte del Fondo Monetario Internazionale

Il Fondo Monetario Internazionale è un'istituzione che genera spesso controversie e discussioni riguardo ai propri interventi. Da un lato, abbiamo studiosi come Krugman e Nissan che sostengono che il FMI sia una istituzione indispensabile per la risoluzione di problemi, dall'altro, altri sostengono che sia inefficiente. Il Fondo Monetario Internazionale svolge il ruolo di prestatore di emergenza e la sua azione combina prestiti e consulenze, volti a migliorare stabilità nazionale e internazionale e impedire a governi a corto di liquidità di ricorrere a politiche monetarie o finanziarie con effetti pericolosi non solo a livello interno ma anche internazionale. Secondo gli studiosi, quattro fallimenti minano la percezione di competenza e di imparzialità del Fondo Monetario. Le prime tre sfide creano dubbi riguardo alla legittimità di output del Fondo, mentre la quarta mette in dubbio la legittimità di input: è necessario dunque che queste sfide siano affrontate dal FMI nel XXI secolo.

Il primo fallimento riguarda il *sistema di monitoraggio delle politiche economiche e finanziarie* dei 188 paesi membri che porta a possibili scenari di instabilità: è apparsa sempre più irrealistica l'ipotesi che il Fondo sia in grado di prevedere ogni evento destabilizzante dal punto di vista economico e finanziario. Il secondo fallimento riguarda la *condizionalità*: ci sono delle posizioni contrastanti riguardo a quali e quanti impegni possano essere richiesti a livello nazionale, soprattutto se questi sono un'interferenza alla sovranità statale.¹ Se interessi del Fondo e del governo nazionale sono contrastanti, ci si chiede perché quest'ultimo debba sottostare a delle condizioni che non giocano a proprio vantaggio; se invece, gli interessi sono comuni, ci si chiede perché il Fondo debba in primo luogo imporre delle condizioni. La terza problematica riguarda il ruolo del FMI nella *gestione dei debiti nazionali* e nel coordinamento delle molteplici parti in gioco, dei costi e delle parti giuridiche coinvolte. I funzionari di governo sostengono che l'istituzione debba fornire liquidità di emergenza quando il debito è sostenibile, mentre, i privati sono dell'opinione che il Fondo debba favorire una ristrutturazione del debito quando esso è elevato e non sostenibile: questo concetto solleva un interrogativo su quale sia il grado di sostenibilità del Fondo. Il quarto concetto, che riguarda i problemi di governance, solleva problemi riguardo *l'imparzialità del Fondo*: alcuni membri hanno una voce sproporzionata rispetto ad altri e influenzano la presa di decisioni in modo che esse sia convergenti ai loro interessi nazionali, anche se queste risultano poi andare contro il benessere di alcuni degli stati membri e della stabilità del sistema monetario e finanziario internazionale. Alcuni membri sono invece sottorappresentati e vedono le decisioni prese dal Fondo come imparziali nei

¹ Il Fondo Monetario Internazionale è un'istituzione multilaterale, ed è quindi obbligata a rispettare la sovranità nazionale dei suoi stati membri.

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

confronti dei loro interessi. La conseguenza è che entrambi i gruppi diffidano dal concedere al FMI una maggiore autonomia nella gestione e creazione di programmi di azione.

L'incapacità del Fondo Monetario internazionale di fare fronte a queste quattro sfide crea delle dinamiche che portano critici e scienziati politici a screditarlo e a mettere in dubbio non solo la sua imparzialità, ma anche la sua legittimità.² La legittimità ha due fonti: una di *output*, ovvero il risultato delle azioni svolte dalle istituzioni e una di *input*, ovvero il processo attraverso cui le decisioni vengono prese e il potere è esercitato.³

1.1. Sorveglianza

La sorveglianza del Fondo si concentra sui rischi per la stabilità economica e finanziaria: il Fondo ha il compito di assemblare informazioni sull'economia globale e sulle condizioni finanziarie per poi trasmetterle ai paesi membri, che devono essere propensi alla condivisione di informazioni sensibili con l'istituzione. Il Fondo prevede una *sorveglianza bilaterale* (dei singoli paesi) e una *multilaterale* (del sistema globale), e questa è una analogia con il perseguimento nazionale di politiche *micro-prudenziali* e *macro-prudenziali*: ma allora come si spiega il fatto che il FMI non è riuscito a precedere o a emettere avvisi più forti, ad esempio, durante la crisi Sub Prime negli Stati Uniti? Mussa ha evidenziato le motivazioni alla base di questi fallimenti: alcuni derivano dalle limitazioni pratiche di analisi economica, ovvero, che non esiste uno schema fisso per avere crescita economica rapida e costante, con bassa inflazione, stabilità finanziaria e progresso sociale. L'autore conclude sostenendo che non si debba pretendere troppo dal Fondo Monetario Internazionale, dato che esso non può prevedere tutte le crisi; altri studiosi sostengono invece che il Fondo debba impegnarsi molto di più, focalizzando le proprie risorse in modo efficace dove i rischi sono più ovvi e le conseguenze più gravi. In ogni caso, sono necessarie riforme sulla procedura e sulla governance del FMI per rafforzare la sua funzione di sorveglianza.

Una ulteriore preoccupazione espressa dalle indagini svolte dal FMI riguarda i paesi avanzati con una voce sproporzionata e quindi con potere di distorsione delle recensioni di sorveglianza del Fondo a loro favore, fino ad evitare del tutto le revisioni di valutazione: ad esempio, per quando riguarda le revisioni del settore finanziario, i paesi devono richiedere l'intervento del Fondo, ma grandi potenze come gli Stati Uniti, possono resistere alle pressioni per fare la suddetta richiesta, o dichiarare che le informazioni siano sensibili per farle eliminare dal report finale del Fondo.

² La legittimità del Fondo Monetario Internazionale è definita come la presunzione da parte dello stesso attore che una regola o una istituzione debba sempre essere rispettata.

³ Se la legittimità di *output* è ottimale, allora gli agenti sono disposti ad accettare l'autorità del Fondo; se la legittimità di *input* dà voce a tutte le parti in gioco e tutti gli interessi vengono rappresentati in modo equo secondo il concetto di *check and balances*, allora le indicazioni dell'Istituzione saranno prese in considerazione e accettate con maggiore probabilità.

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

1.2. Tassi di cambio e flussi di capitale: un caso emblematico

Il Fondo Monetario Internazionale è stato creato per affrontare i problemi creati dai tassi di cambio instabili degli anni '30 e scoraggiare l'attuazione di politiche a danno di economie nazionali e del sistema internazionale. Non è chiaro cosa si intenda per "tassi di cambio stabili" nell'economia del mondo moderno: il Fondo ha assunto posizioni variabili, talvolta incoraggiando tassi di cambio più flessibili (determinati dal mercato) o tassi di cambio più rigidi (tramite prestiti ai governi con valute sotto pressione). Ma spesso il Fondo non è riuscito a adattare la sorveglianza al movimento delle valute all'interno del sistema internazionale.⁴ Il Fondo, non ha nemmeno fatto presente il pericolo di un'unione monetaria in assenza di un'unione bancaria e fiscale, questo perché le sue politiche giocano a vantaggio delle preferenze dei paesi europei membri. Una volta stabilito l'euro, il Fondo non ha preso in considerazione in modo adeguato il grande flusso di capitali all'interno dell'area europea, cosa che ha posto le basi per la crisi scoppiata nel 2009: il Fondo Monetario Internazionale non è stato in grado di mettere in luce i rischi a cui erano esposte le banche nell'area dell'euro e come questi rischi potessero essere accentuati dal funzionamento dell'unione monetaria.

1.3. Prestito e condizionalità

Il Fondo presta quando un governo non ha sufficienti riserve di valuta estera e necessita una assistenza finanziaria temporanea per difendere il valore del tasso di cambio.⁵ Con il cambiamento da un sistema basato sul mantenimento del tasso di cambio stabile a misure per mantenere condizioni economiche e finanziarie stabili, il Fondo ha definito dei programmi (SBAs, ovvero Accordi Standby) creati per aiutare un governo a difendere un tasso di cambio e anche per consentirgli di adottare misure volte al mantenimento della stabilità economica e finanziaria, evitando di dover fare altri step, come sospensione di operazioni bancarie e di mercati finanziari in caso di crisi. Questi accordi devono essere in grado di rispondere rapidamente ai bisogni finanziari esterni di un paese e di supportare politiche atte ad aiutare i paesi ad emergere da una crisi e a ristabilire una crescita sostenuta. Si sono però diffuse speculazioni sul modo in cui il Fondo conduceva prestiti: le condizioni riguardavano una molteplicità di fattori (strutturali, procedurali e istituzionali) e minavano la condizionalità, dato che essa era troppo espansiva, troppo invadente, inefficiente e controproducente.

Le condizioni richieste dal Fondo Monetario Internazionale sono legate ai contratti di prestito: esiste un conflitto di interesse tra prestatore e ricevente, quando il primo vuole che il secondo si concentri sulle azioni che massimizzano la probabilità di restituzione del prestito. Il Fondo deve pertanto

⁴ Questa ipotesi è valida soprattutto per stati come la Cina e gli Stati Uniti, i cui tassi di cambio influenzano sulla stabilità del sistema finanziario globale.

⁵ Quindi le condizioni legate a tali prestiti riguardano le azioni fiscali e monetarie necessarie a rendere le politiche compatibili con la parità del tasso di cambio.

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

(secondo il principio di condizionalità) salvaguardare i beni di entrambi i membri. Esiste poi il problema di conflitto tra FMI e governi.⁶ Ne deduciamo che sia importante costruire coalizioni durante la riforma per agglomerare interessi: in particolare, maggiore la complessità dell'attività, e più espansiva la condizionalità, maggiore sarà l'interesse di certi azionisti a tutelare i propri interessi nazionali.

Quindi, su quali politiche dovrebbe concentrarsi in Fondo Monetario Internazionale? Piccoli aggiustamenti politici mirati o lunghe pratiche macroeconomiche, finanziarie e strutturali? Abbiamo due approcci: gli studiosi che seguono *l'approccio big bang* sostengono che le riforme politiche sono complementari e che più riforme sono praticate, più i guadagni saranno maggiori (possibile quando c'è grande condivisione agli adeguamenti proposti); i *teorici gradisti* sostengono che l'intraprendere una vasta gamma di aggiustamenti simultaneamente potrebbe essere dirompente e causare costi inutili. L'implementazione di riforme multiple può sovraccaricare il sistema politico, portare alla formazione di coalizioni di opposizione alla riforma, in un clima instabile, le riforme chiave potrebbero essere prese di mira. Quindi, non esiste una risposta generale alla domanda fatta precedentemente. Ne deduciamo che il concetto di condizionalità sarà sempre oggetto di critica: la conformità alla riforma non sempre è possibile dato che i costi sono anticipati e i benefici differenziati, e che interessi di certi soggetti saranno danneggiati. Estendere il programma di azione del Fondo non è facile, anzi: rafforzare il suo sistema di controllo, giudiziario, di amministrazione dovrebbe essere una priorità dato che l'istituzione sostiene che la crescita economica vada di pari passo con lo stato di diritto, ma ad oggi non è realizzabile. Nello specifico, il Fondo deve specificare quali sono le sue condizioni politiche per raggiungere dei determinati obiettivi e come queste sono state progettate per raggiungerli: facendo così crea una condizionalità più mirata e evita di sovraccaricare il sistema politico con riforme, così da aumentare la percezione che i governi hanno della sua legittimità.

1.4. Risoluzione di problemi di debito sovrano

Il Fondo è coinvolto continuamente in problemi di debito sovrano: le procedure per la ristrutturazione dei debiti sovrani sono costruite ad hoc e sono imperfette dato che generano incertezze per investitori e per i governi. Questo perché le parti interessate sono moltissime e non esiste un quadro univoco e concordato a livello internazionale che faciliti la presa di soluzioni e la coordinazione di negoziati da parte dell'entità multilaterale. I debiti insostenibili possono minacciare la stabilità finanziaria nazionale: ma è sempre una sfida decidere come e quando ristrutturare i debiti sovrani: inizialmente

⁶ Questo indica il grado per cui un paese è disposto a perseguire riforme indipendentemente dagli incentivi proposti da finanziatori multilaterali, e secondo Drazen, se esiste la piena proprietà, o se questa è nulla, la condizionalità non ha alcun senso.

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

si deve determinare se un debito sia sostenibile o meno.⁷ Critiche riguardo all'azione del Fondo affermano che esso abbia aspettato troppo in generale per raccomandare una ristrutturazione del debito nazionale: inoltre, ci sono incertezze riguardo al fatto che la ristrutturazione possa essere eseguita senza intoppi, o preoccupazioni riguardo al fatto che la ristrutturazione potrebbe influenzare l'accesso al mercato e ai sistemi finanziari di altri paesi (*spillover*). Per questi motivi, si è diffusa la tentazione di fornire finanziamenti di emergenza: quando questo non ha effetti, allora la ristrutturazione è inevitabile.

Il prestito greco è stato il più grande nella storia del Fondo Monetario Internazionale: mercati emergenti che erano stati oggetto della precedente politica di *Exceptional Access* si sono lamentati sostenendo che quello riservato alla Grecia fosse stato un trattamento eccezionale: in risposta, nel 2014, il Fondo ha tentato di enunciare una regola per la ristrutturazione del debito. Invece di dividere i paesi in due gruppi (quelli con debiti sostenibili con alta probabilità e quelli che non li avevano), il Fondo ha aggiunto un terzo gruppo composto da paesi con debiti sostenibili ma non con alta probabilità. Il Fondo ha dichiarato che avrebbe concesso un accesso eccezionale ai paesi della categoria "insostenibile" solo se è la prima volta che affrontano il processo di ristrutturazione del debito; invece, i paesi della categoria intermedia, potrebbero qualificarsi per dei finanziamenti solamente quando il governo ha intrapreso una profilatura graduale del proprio debito.⁸ Insieme a questo processo, l'*Exceptional Access* sarebbe stato eliminato. Non è tutt'ora chiaro se questo metodo sia funzionante o più efficiente, dato che richiede un numero maggiore di membri disposti a impegnarsi in una qualche forma di ristrutturazione: quindi, resta l'incentivo a ridurre al minimo la categoria intermedia descritta in precedenza.

1.5. Riforma della governance

I problemi di governance aumentano i dubbi sulla competenza e sull'imparzialità del Fondo Monetario Internazionale. I governi e gli elettori nazionali si chiedono se i suoi consigli siano ben adattati e specifici a seconda delle circostanze o se essi riflettono solamente l'interesse personale degli stakeholders dominanti l'istituzione. Alcuni membri del Fondo basano queste critiche sulla base della pressione praticata dagli Stati Uniti negli anni '90 e per la pressione Europea contraria alla ristrutturazione del debito greco nel 2010: alcuni paesi constatano di essere inadeguatamente rappresentati e respingono i consigli e le decisioni del Fondo considerandoli come illegittimi. Questo scetticismo indebolisce il ruolo del Fondo come luogo per i governi in cui discutere in modo

⁷ La sostenibilità si riferisce alla capacità di un governo di pagare indipendentemente dallo sforzo di adattamento e dall'assenza di liquidità a breve termine.

⁸ Ovvero, aver intrapreso uno scambio di obbligazioni che prevede l'estensione della scadenza del debito senza riduzione di capitale o di interessi.

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

consensuale quale sia l'approccio migliore da seguire per effetti positivi nel lungo termine. Si indebolisce anche il ruolo del Fondo come meccanismo di aggiustamento di politiche nazionali per limitare al minimo di gli *spillovers*, dato che si teme della veridicità di quando è affermato dal Fondo. Inoltre, si resiste dalla possibilità di dare al Fondo un ruolo aggiuntivo di organizzatore della ristrutturazione del debito sovrano perché si ritiene che l'istituzione sia eccessivamente influenzata da una piccola serie di paesi creditori avanzati. Quindi emerge la necessità di riforma della governance che dia una voce appropriata e un peso nella presa di decisioni a tutti i membri dell'istituzione, così da aumentare la sua efficienza e la sua legittimità.

Vediamo come funziona la governance del FMI: quando un paese entra nel Fondo, deve avere disponibilità di un certo ammontare di risorse, detto "quota". Ad oggi, la quota è una media ponderata del PIL (50%), apertura (30%), variabilità economica (15%) e riserve internazionali (5%). Il potere di voto all'interno del Fondo si basa su queste quote, ovvero, ogni paese possiede un voto di base, ma ottiene più voti in base a queste quote. Le principali decisioni del Fondo necessitano di una maggioranza dell'85% del potere di voto: attualmente, gli Stati Uniti detengono il 16% di voti e quindi detengono il potere di veto. I membri dell'Unione Europea collettivamente detengono circa 1/3 delle quote, quindi a loro volta sono possessori del potere di veto.⁹ Le quote non sono state modificate nel tempo, nonostante ci sia stata una crescita di mercati emergenti e paesi in via di sviluppo, che quindi si sono trovati ad essere sottorappresentati all'interno del processo decisionale del Fondo Monetario Internazionale. L'ultimo organo con potere decisionale all'interno del Fondo Monetario Internazionale è il Consiglio dei Governatori in cui è rappresentato ogni paese membro; la gestione quotidiana è affidata ai 24 membri del Consiglio Direttivo presieduto dall'Amministratore Delegato. I paesi con maggiore potere di voto hanno i propri rappresentanti all'interno del Consiglio Direttivo: questi sono i paesi con le cinque quote più ampie (Stati Uniti, Giappone, Francia, Germania e Regno Unito). Cina, Russia e Arabia Saudita hanno anche essi i propri singoli rappresentanti, ma condivisi con altri paesi. Le decisioni nel consiglio di amministrazione vengono prese per consenso, quindi i voti sono in realtà rari: c'è consenso quando una maggioranza di amministratori ha parlato in favore di una mozione. Inoltre, i paesi con il proprio rappresentante hanno la voce più forte, dato che quel rappresentante è in grado di incanalare opinioni del proprio governo nazionale, mentre i paesi che hanno un rappresentante che fa le veci di una molteplicità di membri, devono bilanciare le opinioni dei diversi governi che non sempre sono allineate. Nel 2010 il consiglio superiore ha raccomandato una serie di riforme per la governance, in attesa di ratifica da parte dei governi: queste riforme comprendevano un raddoppio delle quote per aumentare il potere di prestito del Fondo. La riforma

⁹ Inoltre, l'amministratore delegato del FMI è sempre stato europeo e il primo vicedirettore generale è sempre stato americano, e questa composizione è connessa strettamente alla distribuzione del potere di voto.

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

era volta a riallineare le quote di azioni in modo che i dieci membri più grandi all'interno del Fondo diventassero Stati Uniti, Giappone, Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Brasile, Cina, India e Federazione Russa. In questo modo, i cinque maggiori detentori di quote non avrebbero più il diritto di nominare i propri membri del comitato esecutivo, mentre tutti i membri del Consiglio Direttivo sarebbero stati eletti da gruppi ampi di paesi. Ovviamente, le riforme portano costi e svantaggi per alcuni membri: il raddoppio delle quote porterà la necessità di tutti i paesi di contribuire di più. Il riallineamento ridurrà inoltre la quota di voto dell'Europa, e il diritto di Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Giappone e Germania di sostituire o licenziare i propri Direttori Esecutivi sarà sostituito dall'obbligo per i paesi di costruire collegi elettorali, con membri con maggiore indipendenza dai singoli governi.

Anche se i paesi con l'80% delle quote hanno concordato, l'attuazione della riforma richiede l'85% della maggioranza, ovvero, richiede il consenso del Congresso degli Stati Uniti, che sono stati per ora riluttanti a ratificare l'accordo. Di conseguenza, le emergenti economie di mercato hanno accumulato grandi quantità di riserve internazionali per limitare la probabilità di rivolgersi al Fondo Monetario Internazionale per assistenza: ma questa forma di autoassicurazione è molto costosa e i rendimenti dell'attività di riserva sono bassi e ha conseguenze negative sull'economia relativa di un paese.

Appare chiaro perché le riforme della governance del 2010 sono state sostenute da paesi che a seguito di questo, avrebbero visto come rafforzata sia la loro voce che il loro peso all'interno del Fondo Monetario Internazionale. Gli Stati Uniti dovrebbero a loro volta favorire queste misure perché beneficino di una istituzione con la legittimità di agire come consulente di fiducia e prestatore di emergenza ai governi, dato che potrebbero essere la sede globale per le discussioni sui rischi per l'economia, per la stabilità finanziaria e incoraggerebbero gli adeguamenti politici che tengano conto degli spillover transfrontalieri. La riforma della governance è necessaria per consentire al Fondo Monetario Internazionale di possedere un maggior grado di legittimità e rafforzare la sua capacità di far fronte alle urgenti crisi internazionali (dichiarato dal Jack Lew, segretario del Tesoro americano). Ovviamente, la riforma della governance non renderà automaticamente il FMI adatto al futuro: ma senza la riforma della governance, il FMI non ha un futuro.

1.6. Conclusioni

Le funzioni essenziali del Fondo Monetario Internazionale sono monitoraggio (sorveglianza delle politiche economiche e finanziarie dei suoi 188 membri, mettendo in luce i rischi alla stabilità macroeconomica, e consigliando aggiustamenti di policies), vigilanza (con cui produce la pubblicazione delle supervisioni paese per paese), assistenza tecnica per i paesi in via di sviluppo e assistenza finanziaria per i paesi che non possono far fronte ai pagamenti internazionali (concessa

Relazione Economia dei Mercati Finanziari

sotto condizionalità). Dall'articolo deduciamo che il Fondo può migliorare le proprie performance, dato che le sue azioni sono state messe in dubbio: in particolare, dal lato della sorveglianza, la sua efficacia e utilità sono state messe in dubbio., dato che l'Istituzione non aveva segnalato nessun pericolo nella fase precedente alla crisi. In secondo luogo, per quanto riguarda l'assistenza finanziaria, la condizionalità è stata vista come un diritto del FMI a imporre condizioni non sempre vantaggiose a paesi sovrani. Il terzo concetto è legato al problema di gestione delle crisi di debito sovrano: infatti il Fondo Monetario Internazionale dovrebbe intervenire in caso di incapacità di ripagare il debito pubblico di uno stato, ma solo se questo è sostenibile (ovvero se lo stato è illiquido, non insolvente) altrimenti, si procede con il default. Il problema è che il concetto di sostenibilità è ambiguo: ad esempio, il Fondo ha prestato per venti anni all'Argentina, paese che aveva un debito non sostenibile ed era quindi insolvente. Esiste infine un problema legato alla legittimità, condizionalità e all'imparzialità nella presa di decisioni (dato che paesi come gli Stati Uniti hanno un potere di veto e le quote del Fondo non solo spartite in modo adeguato e parziale tra gli stati emergenti): le domanda che ci possiamo porre è quanto il Fondo sia politico e quanto invece sia imparziale e tecnico.

Il Fondo deve mostrarsi come un'organizzazione legittima sia attraverso i suoi risultati (producendo ottimi risultati dal lato della sorveglianza, della condizionalità e nell'approccio ai problemi di debito sovrano, che conferiscono *legittimità dell'output*), sia attraverso la sua governance (con riforme che distribuiscano il peso delle varie "voci" all'interno dell'Istituzione, conferendo *legittimità dell'input*).