

SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE E STABILITÀ FINANZIARIA
LE IMPLICAZIONI PER L'AMERICA LATINA

1. PREMESSA. IL VERTICE DI SEUL

Nell'estate del 2010, il G20 si auto-proclama "*premier forum*" per la cooperazione economica internazionale. Considerando i risultati conseguiti dal G20 in quell'anno e nel 2009, l'affermazione non è priva di fondamento. L'agenda di lavoro del gruppo è vasta e copre aree in cui le competenze delle autorità erano in precedenza disperse e non coordinate. Il G20 è divenuto luogo di sintesi e indirizzo politico di alcuni organismi-chiave (principalmente il Financial Stability Board e l'FMI, su cui il G20 esercita una influenza notevole), i cui contributi sono oggi presentati come elementi di un processo unificato.

Con il Vertice di Seul, il G20 ha ottenuto alcuni importanti risultati e avviato ulteriori processi che dovrebbero dare i loro frutti nel biennio successivo. I principali temi riguardano: (a) il coordinamento delle politiche macroeconomiche e la *peer review* tra i paesi membri; (b) la riforma delle IFI, in particolare del Fondo monetario internazionale; (c) la riforma dei meccanismi di vigilanza del settore finanziario.

1.1 Coordinamento delle politiche macroeconomiche e *peer review*

Nel settembre del 2009 i Leader avevano approvato un ambizioso programma di coordinamento delle politiche macroeconomiche dei rispettivi paesi, volto a garantire una crescita forte, sostenibile e bilanciata ("*Framework for strong, sustainable and balanced growth*").

Per lungo tempo, il dibattito in seno al G20 si è concentrato sulla spinosa questione dell'aggiustamento dei tassi di cambio, ritenuto da alcuni un passo necessario per avviare un riequilibrio delle bilance dei pagamenti, da altri una conseguenza di mutamenti nella propensione a consumare e risparmiare/investire. Si giunse rapidamente a una situazione di stallo negoziale: USA da una parte, Cina e altri paesi emergenti, dall'altra. L'Europa si trovò in una posizione scomoda, con un'area dell'euro in equilibrio nei confronti dell'estero, ma al suo interno lacerata dal contrasto tra i paesi in deficit di parte corrente e quelli in surplus, con l'aggravante di profonde differenze sullo stato dei conti pubblici.

Ulteriori tensioni sono state generate dalla scelta unilaterale degli USA di attuare misure di politica monetaria "non convenzionali" (*quantitative easing*), annunciata nell'agosto del 2010 e messa in pratica nel novembre successivo. La scelta è stata aspramente criticata dai paesi emergenti, in particolare dal Brasile, come una delle cause principali dell'incremento nei loro afflussi di capitale

esteri e, quindi, di movimenti indesiderati dei tassi di cambio. Nei fatti, la mossa statunitense è stata preceduta dall'introduzione di controlli sui movimenti di capitale da parte di alcuni paesi emergenti.

Per scongiurare il fallimento dell'intero processo, in ottobre si concordò una soluzione di compromesso basata sull'individuazione di "linee guida" (*indicative guidelines*) per valutare lo stato di equilibrio esterno e interno dei paesi. In assenza di risultati concreti, nel Comunicato di Seul si presentò il cosiddetto "*Seoul Action Plan*", che includeva, per ciascun paese, una lista di "*policy commitments*" desunti da piani nazionali già esistenti.

Nel comunicato di Seul si sottolinea il ruolo cruciale delle riforme strutturali. Il progetto del *Framework* richiede un impegno di lunga lena, che comporta una tensione tra i paesi, come gli USA, più preoccupati dalla situazione congiunturale e quelli, come la Cina, più interessati all'evoluzione di lungo periodo dell'economia.

1.2 Riforma del Fondo monetario internazionale

In occasione del Vertice di Londra (2 aprile 2009), i Leader del G20 avevano raggiunto un accordo politico per: (a) triplicare le risorse dell'FMI, da 250 a 750 miliardi di dollari; (b) effettuare una allocazione straordinaria di diritti speciali di prelievo (DSP) pari a 250 miliardi di dollari; (c) accrescere il volume dei prestiti erogati dalle Banche Multilaterali di Sviluppo (BMS), seguito da un possibile aumento del capitale di quelle istituzioni.

Circa le quote e i meccanismi di governo dell'FMI, si decise di

- raddoppiare il capitale complessivo del Fondo monetario, e allocarlo in modo tale da accrescere di oltre il 6% il peso relativo dei paesi emergenti più dinamici. Quando il nuovo assetto delle quote diverrà operativo, i primi 10 azionisti del Fondo saranno, nell'ordine: USA, Giappone, Cina, Germania, Francia, Regno Unito, Italia, Brasile, Russia e India. Il peso dei BRIC tenderà ad aumentare ancora quando sarà ultimata la prossima Revisione delle Quote FMI, che il G20 ha deciso di anticipare a gennaio 2014.

- modificare l'assetto del Consiglio di amministrazione dell'FMI (*Executive Board*). Tutti i 24 membri del Consiglio dovranno essere eletti (prima della riforma, i 5 paesi più grandi potevano nominare direttamente il proprio rappresentante); inoltre, i paesi europei hanno rinunciato a due seggi, mettendoli a disposizione dei paesi emergenti.

1.3 Riforma dei meccanismi di vigilanza del settore finanziario

In questo campo le iniziative hanno riguardato fra l'altro: (a) la risoluzione delle crisi bancarie *cross-border* (entro fine 2012); (b) l'istituzione, in seno al Financial Stability Board, di un processo di *peer review* circa l'attuazione delle raccomandazioni; (c) il rafforzamento della regolamentazione e della vigilanza su istituzioni, strumenti e infrastrutture del settore finanziario non bancario (*hedge funds*, derivati OTC, *credit rating agencies*), (d) l'aumento della pressione sulle cosiddette "*non cooperative jurisdictions*", per accrescerne la trasparenza e ridurre i rischi da esse posti alla stabilità del sistema finanziario globale.

Infine, i Leader del G20 hanno convenuto di intensificare il lavoro nelle seguenti aree: (a) lo sviluppo di *politiche* “macro-prudenziali”; (b) le riforme regolamentari nei paesi emergenti e in via di sviluppo; (c) una più efficace regolamentazione e vigilanza sul cosiddetto “*shadow banking system*”; (d) la messa in opera di un sistema di regolamentazione e vigilanza sui mercati dei derivati per le *commodities*; (e) l’obbligo per i paesi con un settore finanziario di rilevanza sistemica di sottoporsi periodicamente ai Financial Sector Assessment Programs dell’FMI.

2. LA RIFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

L’attenzione del G20 si è concentrata sui seguenti temi: (a) l’impegno ad evitare disallineamenti nei cambi; (b) l’individuazione di *benchmark* prudenziali per le riserve in valuta; (c) l’emissione di Diritti Speciali di Prelievo (DSP) e il possibile ampliamento del relativo paniere di valute; (d) nuove regole condivise per la gestione dei movimenti di capitale; (e) nuovi indicatori per monitorare e sorvegliare l’andamento della liquidità globale e dei connessi rischi; (f) l’ulteriore rafforzamento delle “reti globali di sicurezza finanziaria”; e, infine, (g) l’adozione di principi condivisi per facilitare la cooperazione tra FMI e gli esistenti meccanismi regionali di stabilizzazione finanziaria.

Sui primi 5 temi sono emerse forti diversità di vedute tra paesi, che non fanno presagire accordi di sostanza per il Vertice di Cannes del prossimo novembre. Sugli ultimi 2, invece, si sta formando un consenso più promettente.

2.1 Reti globali di sicurezza finanziaria

Nel 2010, il Fondo monetario aveva proposto di creare un ambizioso meccanismo di stabilità globale (*Global Stabilization Mechanism*, GSM) per fronteggiare crisi di portata sistemica. Tale meccanismo sarebbe stato attivato dall’FMI stesso con il potere di (a) offrire unilateralmente il proprio sostegno finanziario a paesi membri, senza aspettare una richiesta esplicita da parte dei beneficiari; (b) attivare nuovi sportelli finanziari per la fornitura di liquidità a breve termine, similmente a quanto fatto da alcune maggiori banche centrali attraverso accordi di *swap* in valuta con altre banche centrali; (c) accrescere automaticamente l’ammontare dei prestiti già in essere, e ampliare i normali limiti di accesso delle *facilities* esistenti.

La proposta non trovò il sostegno del G20 e fu pertanto scartata. Al suo posto, il G20 contribuì a far approvare alcune rilevanti innovazioni del proprio *lending toolkit*. In particolare, è stata potenziata la *Flexible Credit Line* (FCL) — una *facility* di carattere precauzionale creata l’anno prima e riservata a paesi con solidi fondamentali e politiche virtuose — con l’estensione della sua durata e la rimozione del limite presuntivo ai relativi finanziamenti (pari a 10 volte la quota di ciascun paese). Inoltre, è stata creata una nuova *facility* di tipo preventivo, la *Precautionary Credit Line* (PCL), riservata a paesi che non soddisfano i requisiti della FCL, ma con fondamentali e politiche ancora relativamente solidi.

L’idea di un GSM è stata nuovamente discussa dal G20 nel 2011, ma stenta ancora a trovare sostegno. Sta però emergendo un consenso a creare un *nuovo sportello finanziario per la fornitura*

di liquidità a breve termine (3-6 mesi) a paesi colpiti da contagio pur essendo “spettatori innocenti” della crisi. Tale sportello rappresenterebbe un importante passo in avanti nello strumentario dell’FMI. Mentre il suo disegno è ancora in discussione, ma è altamente probabile che i Leaders del G20 ne annuncino il proprio supporto ufficiale in occasione del Vertice di Cannes.

2.2 Accordi di stabilizzazione regionali

In linea di principio, gli accordi di stabilizzazione regionali (*Regional Financing Arrangements*, RFAs) rivestono un ruolo importante nel rafforzamento delle esistenti reti globali di sicurezza finanziaria. In particolare, essi accrescono la dotazione di risorse ufficiali (dei singoli paesi e dell’FMI) con cui fronteggiare shock “country-specific” che possono propagarsi a livello regionale. Inoltre, le risorse regionali possono utilmente integrare quelle dell’FMI nel contrastare shock regionali di maggiore rilievo sistemico (come fatto dalla UE nel caso di Grecia, Irlanda e Portogallo).

Attualmente esistono quattro RFAs che coprono 5 regioni del mondo: l’Europa (con la Medium-Term Financial Assistance, MTFA, in favore di paesi della UE che non hanno adottato l’euro, e la EFSF per i paesi dell’area dell’euro, che sarà sostituita dallo European Stability Mechanism, ESM, nel 2013); l’Asia Orientale (con l’accordo Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM), l’America Latina (con il Latin American Reserve Fund, FLAR); l’Africa Settentrionale e il Medio Oriente (con l’Arab Monetary Fund).

Le caratteristiche operative e la dimensione finanziaria di questi RFAs sono molto diverse, e riflettono le peculiarità di ciascuna regione, anzitutto in termini di integrazione politico-economica tra i paesi che ne fanno parte. È però evidente la necessità di rafforzare il grado di cooperazione tra questi meccanismi regionali e l’FMI.

Il G20 sta attualmente lavorando per distillare i principi generali di tale cooperazione. Quest’ultima dovrà rispettare l’indipendenza e le specificità delle rispettive istituzioni, ma anche saper combinare i loro vantaggi comparati, al fine di garantire una migliore prevenzione e gestione delle crisi.

3. ACCORDI DI COOPERAZIONE FINANZIARIA IN AMERICA LATINA

La creazione di accordi finanziari regionali tra paesi emergenti sta di recente acquisendo rilevanza, sia per la crescita dei flussi commerciali sud-sud e il connesso processo di integrazione economica, sia in seguito alla accresciuta e ampia disponibilità di riserve internazionali da parte di alcune importanti economie emergenti.

Gli accordi possono essere raggruppati in quattro categorie, in relazione al crescente grado di cooperazione monetaria tra i paesi aderenti: a) accordi sui sistemi di pagamento, volti ad incentivare i flussi commerciali intra-regionali; b) accordi sui meccanismi di finanziamento a breve termine, volti ad alleviare crisi di liquidità; c) accordi per il finanziamento a lungo termine, generalmente a favore di progetti infrastrutturali comuni e altre iniziative di sviluppo economico; d) accordi volti alla creazione di una area valutaria e, eventualmente, di un’unione monetaria.

Le iniziative di cooperazione regionale tra i paesi dell'America latina non sono poche ma il loro impatto economico è stato finora relativamente limitato. La maggior parte degli accordi appartengono alla prima categoria citata sopra, quella dei sistemi di pagamento regionali: ne sono esempi il Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración (CPCR-ALADI, tra 12 paesi), avviato negli anni '60, e il Sistema de Pagamentos em Moeda local (SML, tra Argentina e Brasile), avviato nell'ottobre 2008 con lo specifico obiettivo di sostenere le piccole e medie imprese.¹

Creato nel 1978, il Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, tra Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perù, Uruguay e Venezuela) appartiene invece alla seconda categoria di accordi finanziari, quelli per il finanziamento di bilancia dei pagamenti. Sebbene il fondo sia stato attivo anche negli anni più recenti, le risorse finanziarie di cui dispone sono troppo esigue per fornire una protezione veramente efficace contro il prosciugamento di liquidità che tipicamente avviene durante un episodio di tensione finanziaria.

Lo scorso agosto, i governi dei paesi latinoamericani facenti parte del forum di cooperazione politica denominato Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR, tra Argentina, Brasile, Bolivia, Colombia, Cile, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perù, Suriname, Uruguay e Venezuela) hanno deciso di lanciare un piano di azione per rafforzare la cooperazione finanziaria reciproca. Il mandato è quello di: i) adottare misure finalizzate ad aumentare i flussi di commercio intra-regionale, anche attraverso un uso più ampio delle valute nazionali; ii) studiare meccanismi per mobilitare le riserve internazionali detenute da questi paesi, possibilmente espandendo l'esistente accordo FLAR o creando un nuovo fondo di riserve.

Per quanto riguarda il secondo punto del piano, cioè lo sviluppo di meccanismi regionali di finanziamento a breve termine (attraverso swap tra banche centrali o pooling di riserve internazionali), questi hanno l'obiettivo di condividere risorse e rischi tra paesi partecipanti, riducendo di conseguenza il bisogno di detenere ampi stock di riserve internazionali e/o di alleggerire i costi legati all'indebitamento sui mercati internazionali. Questi accordi possono svolgere una funzione sia di protezione preventiva contro possibili attacchi speculativi, sia di assistenza finanziaria di emergenza a favore delle economie più piccole colpite da una temporanea crisi di liquidità. Tuttavia, vi sono dei dubbi sulla effettiva capacità di questi accordi di mobilitare risorse finanziarie sufficienti per affrontare conclamate crisi finanziarie e, soprattutto, ridurre il rischio di contagio ad altri paesi della regione: per questo motivo, questi accordi dovrebbero essere considerati come complementi, e non sostituti, dei meccanismi di sicurezza multilaterale disponibili a livello internazionale.

Gli accordi regionali per il finanziamento a breve termine richiedono comunque delle condizioni minime per essere efficaci: innanzitutto, devono poggiare su uno o più paesi partecipanti

¹ Il *Sistema Único de Compensación Regional* (SUCRE) tra i paesi aderenti all'*Alianza Bolivariana para América Latina y el Caribe* (ALBA, che include Bolivia, Cuba, Ecuador Honduras, Nicaragua e Venezuela) è stato in discussione fin dal 2009, ma non è ancora stato reso operativo (tale accordo prevedrebbe, inoltre, la creazione di una unità di conto comune per la fatturazione delle transazioni regionali).

relativamente forti, con una buona reputazione creditizia a livello internazionale, ampie disponibilità di riserve e una robusta economia. Questi paesi devono, inoltre, essere portatori di un forte interesse nel guidare il processo di cooperazione regionale: se, da un lato, l'esistenza di stretti legami commerciali e finanziari con gli altri paesi della regione tende a costituire un incentivo per questo tipo di cooperazione, dall'altro lato queste stesse circostanze potrebbero rendere più probabile che una crisi originata in un paese possa propagarsi al resto della regione. In America latina, il grado di integrazione commerciale e, in particolare, finanziaria intra-regionale è ancora ridotto; allo stesso tempo, tuttavia, in quanto forti esportatori di materie prime e dipendenti dagli afflussi di capitale estero, le economie della regione sono vulnerabili ai medesimi shock esterni, quali un crollo dei prezzi delle materie di base o un aumento dei tassi di interesse internazionali.

Una seconda prerogativa è la robustezza degli accordi dal punto di vista istituzionale. L'attività di prestito deve infatti essere sottoposta a un sufficiente vaglio tecnico e protetta da una eccessiva influenza della sfera politica. È indispensabile predisporre efficaci meccanismi per lo scambio di informazioni e la sorveglianza delle politiche messe in atto dai paesi membri, in modo da realizzare un sufficiente grado di coordinamento macroeconomico, al fine di prevenire strategie di tipo beggar-thy-neighbour in periodi di stress economico e finanziario e, nel più lungo termine, impedire la formazione di squilibri difficilmente sostenibili a livello regionale. Questi importanti obiettivi, e i presupposti necessari per un loro effettivo perseguimento, dovrebbero essere attentamente tenuti presenti nel disegno delle attuali proposte.

Non meno importante, nell'ottica di un possibile ampliamento del ruolo degli accordi finanziari regionali in America Latina, appare favorire adeguate modalità di cooperazione con le istituzioni finanziarie multilaterali, come il Fondo monetario. Questo tipo di coordinamento è in primo luogo importante nell'interesse stesso dei paesi della regione potenziali beneficiari dei finanziamenti: in assenza di coordinamento, infatti, sarebbe molto difficile definire la ripartizione ottimale tra i contributi delle istituzioni regionali ed internazionali o si potrebbero determinare condizioni confliggenti. Più in generale, la competizione tra istituzioni regionali ed internazionali finirebbe per indebolirle entrambe e impedirebbe di sfruttare le complementarità tra forti competenze tecniche presenti in istituzioni come il Fondo monetario e la conoscenza delle specificità locali presente negli organismi regionali. Insomma, se questa necessità di coordinamento viene riconosciuta preventivamente, è più facile, nell'eventualità di un episodio di crisi in un paese, attivare tutti gli strumenti possibili di sostegno, riducendo i rischi che la crisi si estenda a livello regionale.

I più recenti esempi di accordi finanziari regionali conclusi in Europa e in Asia riconoscono fermamente l'opportunità di uno stretto coordinamento a livello multilaterale. L'iniziativa Chiang Mai, ad esempio, condiziona esplicitamente l'erogazione di risorse finanziarie ai paesi all'attivazione di un programma con l'FMI. Nel caso dei meccanismi di assistenza europei, sebbene la loro attivazione non sia formalmente legata all'esistenza di un programma con l'FMI, è comunque un dato di fatto che questi sono stati sempre avviati di concerto, e tutti i governi europei sostengono fortemente questo orientamento per il futuro.