



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea
Prestatore Internazionale di Ultima Istanza
International Lender of Last Resort

Relatore:
Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureando:
MANZIN GIULIA

Anno Accademico 2015-2016

INDICE

Introduzione

Capitolo 1 – come creare un prestatore di ultima istanza e quali sarebbero i benefici

- Cos'è un prestatore di ultima istanza?
- La situazione attuale porta all'esigenza di un prestatore di ultima istanza
- Possibili soluzioni alla necessità di liquidità fra cui la figura del prestatore di ultima istanza a livello internazionale

Capitolo 2 – evoluzione storica, applicazione al contesto economico odierno (moral hazard) e ruolo del Fondo Monetario Internazionale

- Contesto attuale e concetto di "moral hazard"
- Il Fondo Monetario Internazionale e la "finanza catalitica"
- Esempi di prime teorizzazioni dei concetti di moral hazard e prestatore di ultima istanza

Capitolo 3 – Il Fondo Monetario Internazionale come prestatore di ultima istanza internazionale

- Nascita del Fondo e politiche iniziali
- Evoluzione dell'economia mondiale e necessario adattamento
- Nuove responsabilità e nuovi obiettivi del Fondo
- Come il Fondo dovrebbe essere riformato per meglio svolgere il nuovo incarico

Introduzione

Questo elaborato tratta della necessità di un prestatore di ultima istanza a livello internazionale. In origine, con questo termine ci si riferiva a un'istituzione finanziaria nazionale che si faceva garante in ultima istanza per banche o altre istituzioni; nella maggior parte dei casi si trattava della banca centrale di un paese, la quale fungeva da prestatore per le varie banche commerciali all'interno dello stesso. Il concetto rimane lo stesso sul piano internazionale, solo che cambiano le figure di riferimento: il prestatore di ultima istanza a livello internazionale può essere identificato con il Fondo Monetario Internazionale, anche se questa istituzione in origine non è stata creata con questo scopo; in alternativa si potrebbero considerare altri soggetti con una reputazione internazionale, ad esempio la Federal Reserve, banca centrale americana. In generale la ragione per cui esiste ed è bene che ci sia la figura del prestatore di ultima istanza (nazionale e internazionale) è quella di prevenire il collasso delle istituzioni che stanno attraversando difficoltà finanziarie, spesso vicine al tracollo. Il prestatore ha la funzione di proteggere i correntisti, prevenire la diffusione di episodi di corsa agli sportelli, e di evitare danni all'economia causati dal tracollo di un istituto. Le banche commerciali solitamente non prendono a prestito dal prestatore di ultima istanza, tranne che nei periodi di crisi: perché ciò starebbe a indicare che l'istituto in questione ha assunto troppi rischi, o che sta attraversando un periodo di difficoltà finanziaria (anche perché spesso è possibile solamente quando il debitore è prossimo al collasso).

Alla base di tutto ciò, riflettendo, si arriva a toccare le questioni della fiducia, dell'onestà e della correttezza che in apparenza hanno ben poco a fare con i fenomeni economici. In realtà non è così scontato che dietro qualsiasi tipo di transazione o rapporto economico vi siano tali valori e che di conseguenza i partners possano fidarsi gli uni degli altri e godere della massima trasparenza. Ciò ridurrebbe anche i costi di transazione, dato che non si dovrebbero tutelare eccessivamente per esempio casi come il mancato pagamento, la non avvenuta consegna della merce o la falsificazione di dati di bilancio per dare una certa impressione diversa dalla realtà. Sarebbe tutto molto più semplice e lineare se vi fosse fiducia e se tutti seguissero certi modelli di comportamento anche dal punto di vista economico senza invece ricorrere a sotterfugi, bugie, omissioni che poi portano ad una serie di conseguenze negative. Lo si è visto ad esempio nella recente crisi economica: grandi danni sono stati la conseguenza della perdita di credibilità da parte di banche e altri enti i quali hanno mentito e alterato dati e informazioni per fornire una situazione diversa da quella reale.

Purtroppo è sempre più difficile ritrovare questi valori sia nella quotidianità nella quale viviamo sia a livello globale e internazionale nei rapporti tra stati e tra enti e organismi economici o di altro genere. Questa mancanza di lealtà, che è stata definita come “moral hazard” (azzardo morale), è una distorsione del sistema conseguente alla presenza di un prestatore di ultima istanza, il quale fa da garante in caso di situazioni critiche. Quindi, da un certo punto di vista, banche commerciali, istituzioni e investitori, mettono il proprio denaro in investimenti rischiosi, sapendo che possono rivolgersi al prestatore in caso la situazione dovesse divenire critica. Dato che il mondo è diventato, e lo sta diventando ancora di più, un villaggio globale dove le barriere tra stati sono ormai quasi inesistenti, è necessaria la figura del prestatore anche sul profilo internazionale.

È fondamentale che dal punto di vista economico si venga a delineare questa figura del prestatore di ultima istanza, anche a livello internazionale, una sorta di garante, disposto a concedere credito nei momenti di crisi in cui non possa farlo nessun altro soggetto economico, nel quale appunto riporre fiducia sapendo di essere assicurati nel caso subentrino problemi.

Capitolo 1

Cos'è un prestatore di ultima istanza

La figura del prestatore di ultima istanza non è stata delineata recentemente ma è presente nella storia e nel contesto economico, anche se non perfettamente definita, da più di un secolo.

In particolare una prima formulazione è stata data da Walter Bagehot (1873) con la teoria della Central Banking secondo la quale la Banca Centrale è necessaria e ha un ruolo importante perché dispone di ampie riserve che può utilizzare nei momenti di crisi. Le diverse banche commerciali devono poter attingere a queste riserve per poter sopravvivere e superare il momento di shock. Egli pensava che il mondo finanziario fosse una parte importante per lo sviluppo di una nazione e quindi un efficiente sistema doveva comprendere: stabilità finanziaria, garantita da un sistema di pagamenti funzionante attraverso le relazioni interbancarie e le banche dovevano essere in grado di concedere prestiti, attraverso una efficiente organizzazione del credito. Le banche in caso di crisi non devono reagire chiudendo gli sportelli ma anzi fornire liquidità al sistema a un tasso di interesse appropriato. Uno dei principi che oggi è alla base delle banche centrali moderne è che la Banca Centrale deve reagire prestando agli istituti bancari commerciali considerati solventi ma illiquidi. Inoltre la Banca Centrale come prestatore di ultima istanza ha il compito di: proteggere lo stock monetario, permettere al mercato di anticipare le sue mosse attraverso annunci delle stesse, controlla sia lo stock monetario che il tasso di interesse.

Le teorie di Bagehot sono spesso associate a quelle di un altro importante teorico dell'economia Henry Thornton, il quale riteneva che la fiducia potesse influenzare le transazioni economiche. In particolare egli nota che in un periodo di crisi economica c'è un maggior flusso di banconote in circolazione mentre in un periodo di espansione e quindi di tranquillità dal punto di vista economico, circolano velocemente anche le cambiali. Queste ultime sono uno strumento che implica appunto una maggior fiducia da parte dei contraenti, e quest'ultima viene meno in un periodo di crisi. Quindi si può dedurre che il ruolo del prestatore di ultima istanza ha molto a che vedere anche a proposito della fiducia tra le parti all'interno del sistema economico. Infatti si può logicamente pensare che un soggetto partecipi a una transazione con un altro soggetto se il debitore è garantito ad esempio da un prestatore di ultima istanza, in quanto se l'affare dovesse andare male o dovesse subentrare

una crisi o qualche altra circostanza esterna avversa, comunque il creditore sarebbe garantito e lo scambio meno rischioso.

La situazione attuale porta all'esigenza di un prestatore di ultima istanza

Il ruolo del prestatore di ultima istanza ha assunto grande importanza recentemente in seguito all'espansione di flussi di capitale privato tra diversi paesi e oscillazioni dei bilanci internazionali. Anche le politiche economiche sono cambiate: solitamente i paesi si trovavano a dover affrontare problemi di bilancia dei pagamenti derivanti da contrazioni della valuta estera. In questo caso il problema di politica economica era quello di trovare il giusto equilibrio tra aggiustamento interno e fonti di finanziamento estere internazionali. Il ruolo chiave delle politiche del FMI ha avuto un riscontro positivo ma il problema oggi è divenuto marginale. La nuova priorità è quella di evitare rotture di liquidità all'interno del sistema finanziario globale, dove istituzioni finanziarie private si impegnano a diventare sempre più internazionali e i flussi di capitali sono denominati in poche valute principali.

Nell'ultimo decennio le riserve di valuta estera sono aumentate a tasso costante e tale fenomeno è persistito nonostante le diverse condizioni economiche che si sono verificate. La spiegazione più comune è la propria sicurezza di ciascun paese; durante la recente crisi economica anche i paesi con tassi di cambio flessibili ed elevate riserve hanno sentito il bisogno di effettuare swap in valuta estera con la Federal Reserve. Nessun altro metodo sembrava abbastanza efficace per proteggere un'economia finanziaria aperta da uno shock sistemico. Ci sono quattro spiegazioni per questo comportamento.

Innanzitutto la natura del bisogno di liquidità sta cambiando. In certi casi questi bisogni di liquidità creano tensioni verso le riserve disponibili. In secondo luogo, la natura dei flussi di capitale a livello globale sta mutando: il modello bancario a livello globale si sta evolvendo attraverso diversi segmenti con uno spostamento verso aree regolate localmente e fondi sussidiari. Ora sono i fondi globali e i manager delle attività che guidano volume e direzione dei flussi finanziari, la cui avversione al rischio sembra aumentata in seguito alle crisi. Terzo: gli shock di liquidità amplificano se stesso e durano nel tempo. Una volta che un'istituzione o un paese è percepito come vulnerabile la probabilità che sia spremuto o svuotato aumenta esponenzialmente; le aspettative diventano auto realizzanti. Ultima considerazione: gli shock di liquidità sono molto costosi. Una volta che un paese eccede le riserve di valuta estera l'unica soluzione è il supporto del FMI che impone determinate condizioni. Quindi i paesi

agiscono in modo da tutelarsi sotto tutti i punti di vista possibili, anche se apparentemente sembrano stabili e solidi e senza bisogno di assicurarsi ulteriormente.

Inoltre l'accumulazione di riserve estere è costosa per il sistema. Questi costi non sono assorbiti totalmente da ciascun paese al suo interno, quindi possono avere un impatto significativo nel sistema. In particolare si ha un impatto sui tassi di interesse a lungo termine: si crea uno spostamento delle preferenze verso investimenti privi di rischio che possono essere sufficienti per far convergere il tasso di interesse reale di lungo periodo a livelli più bassi. Brusche riduzioni delle riserve possono potenzialmente creare fratture finanziarie significative nei mercati capitali dei paesi avanzati e nel sistema bancario, come già accaduto nel 2009-10. Queste rotture possono avere ripercussioni anche sui detentori di riserve, le quali si possono deprezzare se utilizzate contemporaneamente e in massa. Infine è utile riflettere sulla vera natura dei mercati di capitali a livello globale dove una parte significativa di attività e passività cross-border sono localizzate nei bilanci di enti pubblici il cui comportamento può essere diverso dal canonico modello di risk-return-maximising degli intermediari finanziari.

Il ruolo di una comunità di banche centrali e la presenza di un prestatore di ultima istanza sono pensati con lo scopo di mitigare, anche solo parzialmente, i problemi del sistema dati dall'accumulazione di riserve.

Possibili soluzioni alla necessità di liquidità fra cui la figura del prestatore di ultima istanza a livello internazionale

Innanzitutto bisogna partire da un problema di base: le banche forniscono garanzia di liquidità sia attraverso depositi a vista e linee di credito richiamabili, la loro struttura di finanziamento li mette a rischio di crolli, fughe, falle. Tutto ciò danneggia il sistema nel suo complesso e crea di conseguenza la necessità di una riassicurazione di liquidità: la sola entità che può garantire la liquidità a livello nazionale è la banca centrale, prestatore di ultima istanza. Esso è un elemento essenziale all'interno del sistema finanziario che può far fronte a situazioni critiche e fornire servizi all'economia nel suo complesso. A livello nazionale si può fare riferimento alla banca centrale di quel paese; ma a livello internazionale a proposito ad esempio di transazioni in moneta estera? Oppure se un intermediario richiede un prestito in una valuta che non è quella del paese domestico? Chi fornisce riassicurazione in questi casi?

Durante la crisi finanziaria del 2007-09 sono state definite due alternative: nel primo caso le autorità domestiche utilizzano le riserve di moneta estera mentre in un secondo caso si parla di scambi di riserve tra banche centrali di diversi paesi. La riassicurazione è garantita rispettivamente dalla banca centrale domestica e dalla banca centrale che agisce come

intermediario. Una tendenza ad adottare questa seconda soluzione si è evoluta con l'utilizzo della Federal Reserve e della sua liquidità come banca centrale che agisse da intermediario negli scambi di valute. Nel corso della crisi diverse banche hanno fornito liquidità in valuta estera ma i programmi sono stati creati e attuati in una situazione di forte pressione per cui adesso ci si deve chiedere come si può gestire il rischio partendo dal fatto che gli intermediari forniscono garanzia di liquidità in valuta estera?

Ci sono cinque alternative:

- Vietare o restringere le attività attraverso azioni domestiche prudenziali.
- Fare della riassicurazione la responsabilità di autorità che si trovano dove l'attività si sta svolgendo.
- Fornire garanzie attraverso un fondo regionale comune di riserve di valuta estera.
- Ottenere riassicurazione da un ente internazionale come il FMI.
- Attribuire la responsabilità dell'assicurazione alla banca centrale che emette valuta.

Partendo dalla prima ipotesi si può dire che cercare di impedire agli intermediari di svolgere attività è folle perché si troverebbe comunque un modo di aggirare le barriere per poter scambiare o se anche si stabilisse di ridurre le attività questo implicherebbe un calo degli scambi tra paesi che danneggerebbe l'economia mondiale. Tuttavia misure prudenziali a livello domestico trovano comunque applicazione; inoltre anche la regolarizzazione della liquidità, che tipicamente corrisponde alla presenza di riserve di valuta domestica, impone dei limiti. Queste restrizioni alla fine sono in ogni caso limitate dal fatto che un paese vuole beneficiare il più possibile dalla partecipazione al sistema economico globale.

Passando alla seconda possibilità si potrebbe semplicemente fare in modo che la riassicurazione sia una responsabilità delle singole banche centrali di ciascun paese? Dato che il garante deve avere fondi sufficienti per rimborsare nel caso di un avvenimento critico, questo approccio implica che la banca centrale responsabile deve avere riserve sufficienti per far fronte alla domanda di liquidità all'interno del proprio sistema finanziario in una situazione di crisi. Il problema però non è come far fronte alla singola situazione ma come gestire una crisi del sistema nel suo complesso.

Per quanto riguarda le politiche regionali ci sono stati sforzi da parte dei paesi per creare delle riserve a livello regionale per cercare di ridurre i costi del mantenimento delle riserve da parte della banca centrale domestica. Se i paesi hanno accesso ai fondi di altri stati mediante accordi multilaterali si riduce la necessità di detenere riserve a livello

domestico. A questo punto sorgono delle questioni: come si può essere certi che le riserve disponibili per un certo gruppo di paesi siano sufficienti in caso di una crisi globale? Inoltre ci sarebbe una vera riduzione di costi se le riserve diventassero oggetto di un accordo internazionale tra paesi dati i problemi di complessità che ne derivano? Certo un fondo comune è meglio del fatto che ciascun paese agisca da solo, però è molto difficile stabilire la dimensione sufficiente per fronteggiare una crisi globale.

Il quarto punto si basa sulla gestione delle valute estere tramite l'intervento di istituzioni sovranazionali. La Linea di Credito Flessibile del FMI creata nel 2009 ne è un esempio. Essa fornisce accesso garantito al finanziamento da parte di paesi qualificati attraverso il pagamento di una tassa. Un pensiero a proposito del futuro di questa soluzione è se il Fondo riesca ad ottenere risorse sufficienti per offrire un programma abbastanza "grande" in caso di necessità. A meno che ci sia un modo per assicurare risorse che sono quasi illimitate, è difficile vedere come una singola istituzione sovranazionale possa essere in grado di fronteggiare la domanda di valuta estera globale in caso di un evento sistemico.

A proposito dell'ultimo caso la banca centrale che emette valuta fornisce la riassicurazione di liquidità attraverso i confini. Come visto di recente le transazioni tra banche sono una soluzione interessante e attuabile. Inoltre dato che il problema di verifica si riferisce alla valuta di un paese importante la cui valuta è utilizzata per scambi tra diversi stati diventa praticamente impossibile non fornire la riassicurazione (G. Cecchetti, 2014, pag.4). La ragione risiede nel fatto che il collasso di un mercato estero per la riserva di valuta inevitabilmente danneggerebbe l'economia del paese che ha emesso tale valuta. La valuta di per sé è un'attività globale, per cui il cui crollo si rifletterebbe su tutti.

È bene ricordare che le soluzioni suggerite non sono esclusive ma possono essere adottate contemporaneamente. Scegliendo la prima e la seconda non è detto, per esempio, che non si possano aggiungere anche una terza e una quarta. Se una regione o una nazione dovesse adottare i primi due casi potrebbe comunque perseguire come obiettivo di arrivare all'ultima possibilità e in quel caso la riassicurazione all'interno dell'area può essere un prerequisito per accedere alla garanzia della banca centrale o di un'istituzione sovranazionale.

Capitolo 2

Contesto attuale e concetto di “moral hazard”

La definizione del prestatore di ultima istanza (nazionale ma soprattutto internazionale) ha portato benefici per il sistema economico nel suo complesso, ma ha anche permesso il crearsi di comportamenti dannosi per lo stesso; in particolare è interessante approfondire il concetto di moral hazard.

L’azzardo morale (moral hazard) compare sia in microeconomia che in macroeconomia in prospettive diverse ma fondamentalmente con lo stesso significato. Nel primo caso si tratta di una forma di opportunismo post-contrattuale, che può portare gli individui a perseguire i propri interessi a spese della controparte, confidando nell’impossibilità, di quest’ultima, di verificare la presenza di dolo o negligenza. Nel secondo caso si intende una situazione laddove gli operatori economici possono sentirsi incentivati a intraprendere comportamenti eccessivamente rischiosi, qualora essi possano contare una significativa probabilità che i costi associati a un eventuale esito negativo delle loro azioni ricadano sulla collettività, o su altri operatori o categorie di operatori. Potrebbe essere appunto il caso in cui una banca abbia fatto troppi investimenti senza tener conto degli obblighi relativi alla percentuale minima di copertura in caso di crisi rischi l’insolvenza e quindi di non garantire i propri prestiti e si rivolga a un prestatore di ultima istanza quale potrebbe essere il Fondo Monetario. In questo caso la banca ha tenuto un comportamento “azzardato” in quanto ha rischiato investendo anche quando non doveva farlo ma in parte sapendo di poter ricorrere a una garanzia in caso di situazioni critiche.

Infatti ciò che viene notato dagli studiosi è che la presenza di un prestatore di ultima istanza a livello internazionale possa portare a comportamenti distorti dall’azzardo morale: sapendo di poter contare ad esempio sul FMI, i paesi debitori hanno pochi incentivi ad attuare politiche buone ma costose, in rapporto alle probabilità di una crisi. In realtà si può dimostrare come un’istituzione finanziaria internazionale aiuta a prevenire le fughe di liquidità coordinando le aspettative degli agenti raccogliendo un numero di investitori disposti a prestare al paese in crisi indipendentemente dall’entità del prestito. L’influenza di un’istituzione aumenta in base alla dimensione dell’intervento e alla precisione delle informazioni che possiede: un maggiore supporto di liquidità e più informazioni rendono gli agenti più disposti ad evitare i propri debiti e riduce la probabilità di una crisi. A differenza quindi della tradizionale visione che sottolinea i debiti derivanti dal moral hazard, si può dimostrare che la presenza di un

prestatore di ultima istanza disposto a fornire liquidità in realtà rafforza la volontà di un governo a incentivare l'utilizzo di politiche auspicabili ma costose.

Nell'ultimo decennio diversi mercati emergenti hanno sperimentato crisi di debito, di valuta, finanziarie e bancarie facendo fronte a massicce inversioni di flussi di capitali e a un drastico crollo nei prezzi di beni e attività economici. La risoluzione di queste crisi ha compreso, in aiuto alle politiche di aggiustamento interne, una combinazione di finanziamenti ufficiali da parte di Istituzioni Finanziarie Internazionali e altri creditori ufficiali e di finanziamenti privati da parte di investitori privati. In effetti la questione di finanziamenti ufficiali versus finanziamenti privati è la più controversa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria internazionale. All'interno di questo dibattito un'importante visione sostiene che la circolazione internazionale e le crisi finanziarie sono in particolare influenzate da fughe di liquidità e panico, e potrebbero essere evitate attraverso politiche di prevenzione fornendo liquidità sufficiente a livello internazionale ai paesi minacciati dalla crisi. In accordo con questa prospettiva la struttura finanziaria internazionale dovrebbe essere riformata creando un prestatore di ultima istanza a livello internazionale. Non solo un'istituzione in grado di migliorare la situazione ex-post eliminando i costi di liquidità e fallimento in caso di fuga, ma fornendo un collegamento, attraverso mancanza di liquidità e insolvenza, per prevenire il verificarsi di una crisi. La corrente di pensiero opposta dubita che la mancanza di liquidità a livello internazionale sia uno dei fattori trainanti di una crisi.

Il Fondo Monetario Internazionale e la “finanza catalitica”

Le crisi possono essere attribuite a shock esterni, a errori di gestione delle politiche economiche, e in questi casi un supporto per mancanza di liquidità può essere fornito come sussidio ai paesi insolventi, generando un comportamento di moral hazard nei creditori e debitori. Seguendo questo principio, gli interventi del Fondo Monetario Internazionale dovrebbero essere limitati nella dimensione e nella frequenza in modo da ridurre le distorsioni date dall'azzardo morale, anche se dei limiti nel fornire un supporto di liquidità non ne impediscono le fughe. La posizione ufficiale del FMI è spesso tra le due ottiche descritte; dato che una crisi è vicina sia a mancanza di liquidità che insolvenza, un parziale finanziamento ufficiale da parte del prestatore di ultima istanza, a condizione di aggiustamenti di politica interna da parte del paese debitore, può re instaurare la fiducia degli investitori e la volontà a prestare, fermando al tempo stesso le fughe. Ciò può avere un “effetto catalitico”. Se tale effetto ha successo, le riserve ufficiali non devono essere illimitate (cioè abbastanza grandi da

poter colmare qualsiasi gap finanziario) in base al fatto che la fornitura ufficiale di liquidità e gli aggiustamenti interni convincano gli investitori a rivedere la loro posizione (evitando fughe) e contemporaneamente ripristinare l'accesso al mercato da parte del paese debitore. È possibile che interventi parziali, sia di supporto ufficiale che privato, possano prevenire fughe distruttive? E se le forniture ufficiali creano distorsioni da moral hazard non dovrebbe essere compito del FMI di promuovere soluzioni alternative in modo da coordinare il comportamento degli investitori nella prospettiva di una crisi, come sospensione del debito o controllo del capitale?

Gli studiosi individuano un modello in base al quale una crisi, che può essere generata sia da uno shock economico che da aspettative di panico autorealizzanti, viene affrontata tramite il supporto di liquidità che influenza il comportamento ottimale del governo del paese debitore con la possibilità di generare distorsioni date dal moral hazard.

In particolare viene individuato il ruolo di un "creditore ufficiale", che sarebbe il prestatore di ultima istanza a livello internazionale identificato con il Fondo Monetario Internazionale, il quale gioca un ruolo importante nell'economia mondiale con funzioni obiettivo ben definite e risorse finanziarie. Ci si concentra su due effetti particolari: il vantaggio reale dato dall'"effetto catalitico" e il trade-off tra supporto di liquidità e distorsioni date dal moral hazard. Per quanto riguarda il primo punto, si ritiene che l'"effetto catalitico" dato dalla previsione di liquidità necessaria e dalla presenza di un'istituzione ufficiale possa contribuire a prevenire una fuga distruttiva: tuttavia il successo di parziale sostegno da parte del FMI è dato anche dalla presenza di fattori macroeconomici abbastanza forti. Nella realtà, infatti, il Fondo non ha risorse illimitate e non può colmare da solo i gap finanziari dati da fughe speculative di capitali. Tuttavia la presenza anche limitata di un supporto di liquidità, riduce le possibilità del verificarsi di una crisi, allargando la base delle fondamenta su cui si basa l'economia e che gli investitori internazionali trovano ottimali per rigirare il credito verso il paese. Questo "effetto catalitico" è tanto più intenso quanto più è importante l'entità del fondo fornito dal FMI e tanto più è accurata l'informazione dell'ente internazionale. È importante notare che l'"effetto catalitico" non può e non potrà essere efficace quando la situazione economica generale tende a essere debole: quanto più gli agenti economici ricevono segnali negativi dall'andamento dell'economia, i ritiri in massa dei capitali causeranno una crisi nonostante gli interventi del FMI.

Il supporto di liquidità ha efficacia sia direttamente che indirettamente. Direttamente, riduce i costi dati da ritiri speculativi di credito dato che la presenza di liquidità riduce la quantità di investimenti illiquidi che necessitano di essere liquidati. Indirettamente, riduce il numero di

speculatori disposti ad attaccare un paese. In sostanza la presenza del FMI e del suo supporto di liquidità permette agli investitori di essere disposti a rivedere le loro posizioni piuttosto che estinguerle creando fughe di capitali; ciò è l'essenza della "finanza catalitica".

In determinate circostanze la "finanza catalitica" può realmente far sì che un governo sia disposto ad attuare riforme che migliorino l'efficienza del paese, anche se sono molto costose. I governi possono essere disincentivati dall'attuare le riforme perché in presenza di comportamenti quale il moral hazard che potrebbero creare distorsioni e ridurre o addirittura vanificare l'efficacia delle riforme, oppure le fughe speculative di capitali che potrebbero avere anch'esse effetti negativi sull'esito delle riforme. In uno scenario di questo tipo, la presenza di un supporto a livello internazionale dato dal prestatore di ultima istanza può avere come conseguenza il fatto che i governi siano più favorevoli all'attuazione delle riforme necessarie.

Esempi di prime teorizzazioni dei concetti di moral hazard e prestatore di ultima istanza

In generale ci sono casi in cui le fughe di capitali e l'assenza di adeguata liquidità possono causare fallimenti e di conseguenza crisi a causa dei costi di liquidità: in queste circostanze se i creditori potessero essere convinti a rigirare il debito, si potrebbero evitare importanti costi e il fallimento allo stesso tempo. Occorre tuttavia sottolineare che le fughe di liquidità sono costose anche in stati del mondo in cattive condizioni economiche, all'interno dei quali è possibile la bancarotta indipendentemente da tali fughe. La possibilità di coordinare i problemi tra creditori è uno dei propositi a favore della presenza di un prestatore di ultima istanza a livello internazionale. È importante capire come, di fronte a una fuga di liquidità, un paese non sia in grado di ottenere nuovi prestiti. L'assenza di supporto di liquidità nei mercati internazionali è un problema grave perché non esiste un prestatore privato abbastanza grande da risolvere da solo i problemi di coordinamento tra creditori e finanziare un potenziale debitore solvente e inoltre incertezza e disinformazione riguardo gli aspetti economici di base di tale debitore generano dubbi riguardo la sua solvibilità.

Quest'ultimo è proprio un concetto fondamentale in quanto il completo supporto di un prestatore di ultima istanza a livello internazionale è totalmente garantito solo in presenza di problemi esclusivamente di liquidità. La questione è che non ci sono esempi storici di casi in cui si parla solo di crisi di liquidità: i paesi in crisi solitamente hanno alla base difficoltà strutturali e necessitano di politiche di riforma per questo tipo di carenze. Ciò crea dubbi riguardo le implicazioni delle politiche se si considerano modelli in cui le crisi derivano

esclusivamente da fughe o attacchi speculativi, anche se giustificano la presenza in ogni caso di un prestatore di ultima istanza internazionale. È preferibile basarsi su modelli nei quali un paese è esposto a un rischio strutturale di base, che potrebbe causare default indipendentemente da una fuga di capitali, ed è importante studiare il comportamento degli investitori in riferimento all'incertezza sia rispetto alla struttura del paese che al comportamento di qualunque altro soggetto economico. Tuttavia si potrebbe pensare che il supporto ufficiale necessario non debba essere illimitato, ma semplicemente uguale al divario finanziario che si viene a creare: un finanziamento ufficiale unito a una forte politica domestica di riforme strutturali volte a ridurre il debito del paese in difficoltà dovrebbero essere sufficienti per ristabilire la fiducia degli investitori e al tempo stesso permettere nuovamente l'accesso del paese ai mercati finanziari internazionali. Il gap finanziario verrà colmato sia dai finanziamenti ufficiali del prestatore di ultima istanza sia dai finanziamenti volontari di flussi di capitali privati.

Il modello di "finanza catalitica" esprime meglio la tradizionale visione delle scorte di liquidità fornite dal Fondo Monetario Internazionale. L'obiettivo principale di questo tipo di politica consiste nel creare un prestatore di ultima istanza a livello internazionale che sia il risultato di un compromesso tra supporto di liquidità e distorsioni date dal comportamento di moral hazard. Bisogna intervenire su tutti e due i fronti in modo da risolvere il problema globalmente sotto tutti i punti di vista: infatti non è sufficiente fornire liquidità se poi continuano ad esserci distorsioni nel sistema date dal moral hazard. Difatti, analizzando il ruolo del FMI all'interno della nuova architettura finanziaria internazionale, molti autori hanno sottolineato l'esigenza e l'importanza di affiancare al tradizionale supporto di liquidità dato dal Fondo una serie di meccanismi punitivi in modo da ridurre l'incentivo al fallimento strategico (conseguenza del moral hazard) o spostare gli obiettivi delle riforme verso la sicurezza di solvibilità.

All'interno di un'economia chiusa, le distorsioni date dal moral hazard potrebbero essere ridotte attraverso l'incentivazione compatibile della sicurezza dei depositi, adeguamento e regolamentazione del flusso di capitali e supervisione e regolamentazione dell'intero settore bancario. In caso di difficoltà finanziarie, la Banca Centrale e/o le autorità incaricate della regolamentazione e supervisione hanno il potere di sequestrare le banche commerciali, cambiare la loro gestione, ristrutturarle ed eventualmente creare una fusione con altre banche oppure anche liquidarle. Tuttavia in un contesto internazionale non esiste un'autorità tale da avere questo tipo di poteri: debitori con immunità sovrana non possono essere sequestrati, fusi

con altri o liquidati. Le distorsioni da moral hazard possono essere potenzialmente molto inasprite dalla presenza di un prestatore di ultima istanza a livello internazionale.

La recente letteratura ha dato un contributo alla comprensione della politica di trade-off tra supporto di liquidità e moral hazard. La Bank of England (2002) presenta un modello che ammette, per le fughe date da cause strutturali e conferma le tesi a sostegno dell'arresto del debito, in riferimento a finanziamenti ufficiali come un meccanismo di risoluzione della crisi. Questi autori discutono le implicazioni del moral hazard ma non sviluppano un modello di trade-off tra questi obiettivi e una serie ottimale di interventi attraverso una politica di riforme. Gale e Vives (2002) studiano il ruolo della "dollarizzazione" nel superamento delle distorsioni date dal moral hazard derivanti da meccanismi di supporto ufficiale domestici (anche se non internazionali), come ad esempio un'iniezione di liquidità da parte della Banca Centrale all'interno di un sistema bancario soggetto a una fuga di capitali). Allen e Gale (2000) introducono le distorsioni da moral hazard in un modello di fughe di capitali bancari a livello strutturale, ma non considerano analiticamente il ruolo di un prestatore di ultima istanza a livello internazionale. Vivet e Rochet (2002) studiano il prestatore di ultima istanza da un punto di vista nazionale come soluzione alle corse agli sportelli in un modello globale. Essi evidenziano che la regolamentazione di liquidità e solvibilità può risolvere il coordinamento dei problemi dei creditori, il quale porta alle fughe di capitali ma il loro costo è troppo elevato in termini di un ritorno previsto. In ogni caso non è previsto un prestatore di ultima istanza a livello internazionale con un ruolo attivo nel contesto globale, in grado di poter intervenire per risanare l'economia laddove i singoli stati non possono perché in crisi.

È fondamentale capire e inquadrare la posizione del prestatore di ultima istanza a livello internazionale perché necessaria al sistema nel suo complesso, in quanto c'è bisogno di un'organizzazione esterna in grado di intervenire quando la situazione diventa critica. In caso di crisi vengono a crearsi situazioni come fughe di capitali, panico, crollo dei prezzi, insolvibilità da parte di banche e altri enti, perdita di credibilità da parte di certi paesi sul piano domestico e internazionale. È logico pensare che sia di fondamentale importanza la presenza di un prestatore di ultima istanza in grado di dare un contributo per interrompere il circolo vizioso innestato dalla crisi e ristabilire l'equilibrio sul piano internazionale e sul piano interno. Il Fondo Monetario Internazionale con la sua storia, le sue politiche e la sua struttura sembra l'organo più adatto per questo scopo. Inizialmente creato per vigilare sulla stabilità del nuovo sistema nato dagli accordi di Bretton Woods con l'obiettivo di ricostruire un commercio internazionale aperto e multilaterale, successivamente il Fondo vedrà cambiare i suoi obiettivi e le sue politiche. Da tempo esso fornisce aiuti finanziari ai paesi membri in

cambio di aggiustamenti strutturali e riforme di politica economica; potrebbe essere quindi il candidato ideale per questo ruolo. Tuttavia questo nuovo ipotetico obiettivo del Fondo implica un riassetto strutturale dell'organo e una regolamentazione delle procedure di intervento a seconda delle circostanze. Come già visto in precedenza potrebbe essere una soluzione la "finanza catalitica" del Fondo sempre tenendo conto delle distorsioni date dal moral hazard.

Capitolo 3

Il Fondo Monetario Internazionale come prestatore di ultima istanza internazionale

Nascita del Fondo e politiche iniziali

Riconsiderando quanto esposto emerge la certezza della necessità di un prestatore di ultima istanza internazionale. Con la globalizzazione e la sempre maggiore internazionalizzazione di tutte le attività economiche, ci si deve rendere conto che le regole dell'agire economico e i soggetti economici stessi devono adattarsi ai cambiamenti. Occorrono garanzia e sorveglianza anche su scala internazionale ormai, non è più sufficiente una regolamentazione nazionale o per attività locali. Tuttavia ci si pone la questione di come risolvere questo problema e intervenire per sistemare questo aspetto dell'economia mondiale: inizialmente erano state esposte varie soluzioni come il controllo delle attività domestiche, responsabilizzare le autorità locali, attribuire funzioni di garanzia alle banche centrali nazionali e designare il Fondo Monetario Internazionale come prestatore di ultima istanza internazionale.

La soluzione migliore sarebbe una possibile combinazione delle diverse proposte, in quanto tutto può servire per rendere il sistema economico sempre più efficiente e meno vulnerabile ad anomalie e distorsioni che possono portare a crisi e collasso del sistema stesso. Il fatto di puntare sul Fondo Monetario Internazionale per assumere il ruolo di prestatore internazionale di ultima istanza potrebbe essere un inizio a livello macroeconomico per poi magari intervenire a livello nazionale e locale con riforme mirate. L'attribuzione di questi poteri e di questo ruolo al Fondo renderebbe ufficiale la presenza di un prestatore internazionale e ciò influirebbe sulle aspettative e sul comportamento degli agenti economici. Certo la situazione ha pro e contro dato che, come discusso precedentemente, la certezza di essere garantiti in caso di crisi può far sì che gli attori economici intraprendano investimenti rischiosi e risultino insolventi (conseguenze del "moral hazard"). Tuttavia l'attuarsi di questa decisione segnerebbe ufficialmente il passaggio a un'economia moderna internazionale: sarebbe il secondo tempo a seguito della conferenza di Bretton Woods dalla quale sono nati Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale con la funzione di rappresentare il nuovo assetto dell'economia mondiale dopo la II Guerra Mondiale. Gli obiettivi e le strategie originarie del Fondo erano appunto di sorvegliare il nuovo sistema economico mondiale e favorire la cooperazione economica a livello internazionale; la figura di garante internazionale sarebbe a fornire la giusta completezza alle sfaccettature di questa istituzione e sancirebbe il passaggio definitivo a un'economia globale internazionalizzata. Infatti, dopo il collasso del sistema di

Bretton Woods negli anni '70, il Fondo ha cominciato ad essere visto sempre maggiormente come prestatore di ultima istanza internazionale, invece che come guardiano del sistema monetario internazionale. È stato l'iniziatore di grandi progetti di supporto alle economie emergenti; la crescita del flusso di capitali privati e la creazione di grandi riserve di valuta estera da parte di diverse economie Asiatiche hanno reso preponderante l'idea che la funzione primaria del Fondo fosse quella di garante internazionale.

Evoluzione dell'economia mondiale e necessario adattamento

Il sistema originariamente creato a Bretton Woods si basava sui cambi fissi in quanto si riteneva costoso effettuare cambi di flussi di capitali e si voleva controllare l'entità e la direzione di tali flussi. Ogni nazione rispondeva delle proprie responsabilità internazionali attraverso la bilancia dei pagamenti. Quando ci si trovava di fronte a squilibri nelle bilance dei pagamenti dati da troppo afflusso o troppa fuga di capitali, si riteneva necessario un aggiustamento sia della posizione dei paesi debitori sia di quelli creditori. Il ruolo del Fondo era quello di intervenire per mitigare questi squilibri tramite l'utilizzo di riserve e in casi di "disequilibrio strutturale" decretati dal Fondo stesso, la soluzione era intervenire direttamente sul tasso di cambio del paese in questione. L'apertura all'economia internazionale determina un mondo molto diverso da quello ai tempi di Bretton Woods: i flussi di capitali sono molto consistenti e anche di capitali privati, un deficit corrente non significa essere in presenza di "disequilibrio strutturale". Certe differenze di bilancio sono desiderabili perché riflettono le decisioni private di risparmio e investimento e migliorano l'efficienza con cui il capitale è allocato nel mondo. Ciò che maggiormente distingue il passato da oggi è che un tempo la posizione finanziaria di un paese veniva individuata in base all'entità dei suoi surplus o deficit correnti, mentre ora la posizione finanziaria viene meglio misurata in base alla dimensione e composizione del bilancio patrimoniale di un paese.

I bilanci patrimoniali nazionali ci dicono tre cose: primo, le richieste di una nazione a un'altra, che aiuta a rivelare come i flussi di capitali internazionali reagiscono alle notizie. Secondo punto, il bilancio contiene informazioni riguardo alla potenziale velocità di ogni probabile aggiustamento; la velocità è fondamentale per determinare l'intensità del risultato nel cambiamento dei flussi di capitali e di conseguenza i costi associati alla riallocazione delle risorse. Terzo, dal bilancio si desume come i cambiamenti nei prezzi influenzano le valute di attività e passività. Questi collegamenti derivanti dal bilancio patrimoniale hanno aumentato il rischio a cui far fronte, ma sono un'inevitabile conseguenza della libera circolazione di

capitali nel mondo post Bretton Woods. In questo nuovo mondo è davvero necessaria un'istituzione finanziaria internazionale e quale ruolo essa dovrebbe avere?

Le politiche economiche nazionali cercano, o dovrebbero cercare, di creare basi monetarie e fiscali tali da poter condizionare le aspettative future di politica economica. Sarebbe auspicabile che le notizie di decisioni di politica economica siano "noiose" sia a livello nazionale che negli altri paesi, in modo che sorprese o cambiamenti non influenzino le aspettative rispetto ai fenomeni economici fondamentali.

Nonostante le politiche economiche sembrano essere diventate sempre più noiose le loro interazioni no. Ad esempio è aumentata la paura dell'attesa di manovre correttive in quanto la crescita del deficit corrente del dollaro è aumentata di oltre il 6% e se prima si era preoccupati che le economie emergenti accumulassero troppi debiti in dollari ora ci si preoccupa che accumulino troppe attività in dollari.

Nuove responsabilità e nuovi obiettivi del Fondo

Diversi paesi ormai non sono più entità atomistiche la cui politica economica non ha un effetto globale sui prezzi: le azioni delle più importanti nazioni hanno considerabili effetti di spillover sugli altri stati. Ciò ha delle implicazioni perché quando ci sono effetti di spillover da una nazione verso altre, è fondamentale conoscere obiettivi, strategie e decisioni di politica degli altri paesi dato che le scelte di ciascuno influenzano l'economia degli altri.

Un'istituzione finanziaria internazionale potrebbe aiutare in due modi. In primo luogo, anche se i paesi non sono disposti a cooperare, nel senso che insieme determinano le politiche macroeconomiche, un forum che migliora la conoscenza e la comprensibilità degli obiettivi e delle funzioni di reazione delle politiche delle altre nazioni, potrebbe portare a politiche più compatibili. In secondo luogo, essa potrebbe rendere pubblica un'analisi indipendente e imparziale degli effetti dati dagli spillovers conseguenti di una politica economica adottata da una nazione verso le altre (Banca d'Inghilterra, bollettino trimestrale, primavera 2006). Alcune delle aspirazioni più idealistiche di Bretton Woods, come la creazione di una banca centrale internazionale e una nuova valuta, non si sono mai avverate e sembrano impossibili da realizzarsi senza un governo globale. Tuttavia un "arbitro" del sistema monetario internazionale può giocare un ruolo anche se limitato; inoltre si dovrebbe arrivare a comprendere che in certi "giochi" si trae beneficio se ci si riferisce a un chiaro e stabilito sistema di regole. Quindi il Fondo Monetario Internazionale ha ancora un ruolo da giocare. Il suo compito dovrebbe essere quello di supportare gli attori di politica economica nazionale

attraverso la fornitura di esperte analisi riguardo i rischi esterni derivanti dai loro obiettivi di politica monetaria interna. Difatti le politiche domestiche all'apparenza sostenibili dal paese stesso, interagendo con gli altri attori, potrebbero rivelarsi dannose per la nazione stessa. Il FMI dovrebbe quindi essere appunto un forum, un punto di incontro e discussione, dal quale i diversi paesi possono attingere informazioni e arrivare a comprendere i rischi delle proprie decisioni di politica economica. Deve anche aiutare i paesi a sostenersi e avere una buona opinione reciproca: in questo modo può indirettamente sostenere la stabilità del sistema monetario globale. Con i singoli paesi riluttanti a cedere ogni controllo sulle proprie politiche monetarie e fiscali, è chiaro che il FMI ha come unico strumento il potere di analisi, persuasione e di portatore di "spietata verità" usando le parole di Keynes. Finché il Fondo non assume la responsabilità di intraprendere quel determinato ruolo, le sue decisioni avranno un peso limitato; esso ha bisogno di esprimersi in modo indipendente, rispettato e distinto.

Come il Fondo dovrebbe essere riformato per meglio svolgere il nuovo incarico

Il Fondo Monetario Internazionale dovrebbe focalizzare il suo lavoro rispetto a tre argomenti principali. In primo luogo dovrebbe fornire e condividere informazioni riguardanti i bilanci patrimoniali di tutte le maggiori nazioni, la loro composizione e dimensione, e i collegamenti tra di essi. Il Fondo è stato il punto di riferimento dell'analisi dei bilanci patrimoniali delle economie di mercato emergenti ed è necessario estendere questo approccio di sorveglianza al resto del mondo industrializzato. I bilanci patrimoniali dovrebbero essere al centro del processo di sorveglianza: ciò darebbe una valutazione dei rischi a livello globale dell'economia nel suo complesso. Il secondo argomento riguarda il fatto di incoraggiare i paesi a rispettare i loro impegni reciprocamente tramite la promozione di assoluta trasparenza delle politiche domestiche. Il terzo punto è la disponibilità di un forum per le autorità nazionali in modo da permettere di discutere i rischi legati all'economia mondiale e facilitare tale incontro fornendo un segretariato indipendente, affidabile ed esperto. Solo se i paesi sono disposti a condividere informazioni con gli altri, in particolare le politiche "funzioni di reazione", è giustificato il costo di tali incontri.

Questi tre argomenti non esauriscono la responsabilità di un'organizzazione monetaria internazionale. Di tanto in tanto ci sono crisi finanziarie in cui è appropriato per la comunità internazionale fornire temporanea assistenza finanziaria per mitigare i costi di aggiustamento delle fluttuazioni di entrate e uscite. Tuttavia ciò non è la questione principale su cui focalizzare la cooperazione monetaria internazionale. Prendendo ad esempio le crisi asiatiche,

sarebbe opportuno che i paesi cercassero di costruire ampie riserve di valuta estera in modo da essere in grado di agire come un prestatore di ultima istanza “fai da te”. Ciononostante è importante attribuire al Fondo la capacità necessaria per agire in caso di necessità.

A proposito di questo ruolo del Fondo come prestatore internazionale di ultima istanza, è utile capire come questa istituzione andrebbe riformata per meglio ricoprire questo incarico. Il trattato istitutivo del Fondo ha stabilito che il suo proposito fondamentale era di “promuovere la cooperazione monetaria internazionale attraverso un’istituzione permanente che fornisce al sistema consultazione e collaborazione riguardo problemi monetari internazionali” (Bretton Woods, 1944). In realtà però il Fondo non sta svolgendo questa funzione attualmente. La sua sorveglianza manca di focalizzazione; la sua mancanza di indipendenza riduce la sua abilità nel commentare efficacemente le diverse politiche a livello nazionale. Inoltre al Fondo manca la legittimità di poter essere effettivamente un segretariato. È necessario un approccio multilaterale all’economia mondiale, è un elemento chiave per un effettivo miglioramento, tuttavia non è fondamentale che ciascun paese abbia un posto al tavolo delle trattative per discutere ogni argomento.

Se il Fondo può rendere possibile un incontro per discutere ed esporre le varie decisioni di politica economica e le conseguenze che esse implicano, si vede chiaramente il bisogno di una riforma. Realisticamente, solo meetings a ristretto numero di partecipanti possono incoraggiare il giusto livello di franchezza e sincerità sufficiente a risolvere le dispute a livello monetario internazionale. Tutti gli stati membri devono accettare che i grandi giocatori nel contesto monetario internazionale devono essere disposti a incontrarsi in gruppi relativamente limitati. Occorre notare che i membri più importanti di ogni riunione possono cambiare a seconda delle circostanze; i grandi giocatori non devono essere solamente i paesi più ricchi perché anche i paesi con entrate più modeste possono influenzare l’economia mondiale. Anche riducendo le dimensioni del Consiglio del Fondo non sarebbe facile raggiungere lo scopo prefissato. Un Consiglio allargato infatti è stato l’opportunità per i paesi più piccoli e poveri di partecipare. Una soluzione potrebbe essere quella di creare piccoli gruppi flessibili sempre all’interno del Fondo per discutere a proposito di certi particolari argomenti. L’istituzione stessa, inoltre, necessita di cambiamenti. Il Fondo Monetario Internazionale ha il grande merito di essere un’organizzazione universale: ha però bisogno di maggiore attenzione, indipendenza e legittimità. Sarebbe utile ristabilire il mandato del Fondo in termini di economia mondiale e stabilità monetaria; la sorveglianza dovrebbe limitarsi ai bilanci patrimoniali e il mandato dovrebbe anche chiarire per cosa è responsabile il Fondo e per cosa no. È importante definire anche la presenza del Consiglio all’interno del Fondo: attualmente è

parte decisionale di tutte le questioni che vengono sottoposte e i suoi membri affrontano riunioni lunghissime con materiali molto sostanziosi da esaminare. Tutto ciò richiede tempo ed è molto costoso sia direttamente a livello di ricerca ed elaborazione di informazioni sia indirettamente in tempo speso a rivedere le documentazioni e presentarle e organizzare gli incontri. Il Consiglio dovrebbe quindi fare un passo indietro e indirizzare le proprie decisioni rivedendo i report giornalieri e sostenere la gestione responsabile della consegna del mandato. Importanti da stabilire sono anche i ruoli del Executive Director e del Managing Director. La funzione principale del primo non è quella di gestire il Fondo ma di agire come legame essenziale tra il Managing Director e le tesorerie nazionali e banche centrali dei diversi paesi. Al Managing Director per contro non spettano compiti come l'attribuzione del potere decisionale dei membri ma in altre aree, come la sorveglianza, ha senso delegare delle responsabilità al Managing Director all'interno di un ambito delimitato in un dato contesto. Muoversi in questa direzione implica delle riforme nelle responsabilità di queste figure. Per concludere, in termini di legittimità, i membri facenti parte del Fondo devono rendersi conto che esso è condiviso e che tutti al suo interno hanno una voce e possono farsi ascoltare. Praticamente ciò significa raggiungere un compromesso sulle quote di chi siede nel Consiglio in modo che tutti i paesi del mondo siano adeguatamente rappresentati.

Il Fondo Monetario Internazionale ha dunque tutti i requisiti e le possibilità necessari per poter interpretare un ruolo di rilievo su scala mondiale, in particolar modo rivestendo la carica di prestatore di ultima istanza. Un punto di riferimento vero e proprio per tutti i paesi del mondo, un'opportunità per incontrarsi, confrontarsi e in questo modo scegliere le politiche nazionali considerando anche le conseguenze sul piano internazionale. Ciò aiuterebbe a ridursi la probabilità dello scoppio di una crisi, soprattutto grazie alla presenza di informazione accessibile a tutti, nonostante vi siano delle distorsioni quali il "moral hazard". Il mondo ha bisogno di un Fondo Monetario Internazionale, che possieda forza ed efficacia per metterci a conoscenza delle nostre responsabilità come membri di un sistema economico internazionale, e che possa essere una figura di sostegno per tutti come prestatore di ultima istanza internazionale.

Conclusioni

L'argomento centrale di questo elaborato lo si evince dal titolo dello stesso, e cioè un prestatore di ultima istanza internazionale, la necessità di un organo di questo tipo, le modalità con cui può essere istituito e i compiti che deve avere. Può sembrare scontato, nel mondo ormai globalizzato nel quale viviamo, il fatto di poter contare su un sostegno di questo tipo anche internazionale, ma in realtà la creazione di un ente definito, con oneri e obiettivi precisi non è così semplice.

Innanzitutto occorre ricordare il concetto di prestatore di ultima istanza per poi capire la sua utilità su un piano internazionale: esso è un organismo, che può essere una banca, un'istituzione finanziaria o altro, che ha la funzione di intervenire, in caso di crisi economica o finanziaria, in ultima istanza, cioè come ultima risorsa, per salvare un paese o un altro tipo di organizzazione, che si trovi sull'orlo della bancarotta. È l'ultima ancora di salvezza, il punto di riferimento su cui fare affidamento per cercare di sopravvivere e risollevarsi dopo essere stati colpiti dagli effetti devastanti di una crisi. Il prestatore ha una funzione molto importante dal punto di vista delle garanzie in caso di necessità: sapere di avere un sostegno nel caso in cui ci si dovesse trovare in difficoltà ha molta influenza sulle aspettative degli agenti economici e queste ultime hanno grande rilevanza rispetto all'economia. Inoltre emerge il ruolo fondamentale del meccanismo della fiducia, la quale è alla base dei rapporti economici e infonde maggiore sicurezza nelle transazioni e di conseguenza si ha per esempio una riduzione dei costi delle tali e un minor rischio potenziale di crisi.

Tutto ciò avviene sul piano nazionale dove la banca centrale di ciascun paese ha solitamente anche questo ruolo di prestatore di ultima istanza. Bisognerebbe applicare la stessa situazione sul piano internazionale attraverso un soggetto che si assuma questo onere in riferimento a tutti i paesi del mondo, i quali sanno di poter contare su un appoggio nel caso si presenti una situazione che lo richieda. Tuttavia occorre pensare anche ad alcuni aspetti negativi derivanti dalla presenza di questa figura: in particolare si è delineato il concetto di distorsioni conseguenti al moral hazard. Questo comportamento di "azzardo morale" è un'anomalia generata dalla presenza del prestatore. Esso consiste nell'agire più rischioso di quanto sarebbe in una situazione normale di assenza di un prestatore. I soggetti economici essendo a conoscenza dell'esistenza di questo organo in grado di intervenire nel momento critico, sarebbero stimolati ad investimenti e comportamenti maggiormente rischiosi e pericolosi dal punto di vista della sicurezza e certezza dell'investimento stesso. Punterebbero cioè maggiormente verso un più alto rendimento di certe operazioni economiche, il quale però è

quasi sempre accompagnato da un alto tasso di rischio. Di conseguenza potrebbe crearsi una situazione nella quale un paese si trova sull'orlo del fallimento in parte a causa di una crisi economica e in parte a causa di un suo comportamento "irresponsabile" definito appunto come "azzardo morale", e cioè una sorta di opportunismo e sfruttamento nei confronti della figura del prestatore.

Sul piano internazionale un'organizzazione economica e finanziaria che tutti conosciamo è il Fondo Monetario Internazionale; esso è stato istituito in seguito alla conferenza di Bretton Woods tenutasi verso la fine della seconda Guerra Mondiale principalmente con il compito di "vigilare sul nuovo sistema economico per non ripetere gli errori del passato". Il Fondo aveva come primo scopo principale quello di sorvegliante del sistema economico mondiale e di sostenitore della cooperazione economica internazionale in modo da favorire le transazioni a livello globale e far crescere l'economia mondiale. Ne fanno parte quasi tutti i paesi del mondo e inizialmente l'aiuto veniva erogato solo su valutazione dell'organo stesso e a patto che venissero attuate delle riforme strutturali per migliorare le basi economiche dei diversi paesi che richiedevano un sostegno.

È evidente che i compiti e gli scopi per cui è nato il Fondo Monetario Internazionale non si possono più riferire a una situazione economica globale come quella odierna completamente diversa da quella di circa mezzo secolo fa. Si percepisce la necessità di riforme e di cambiamenti per questo ente che potrebbe avere tutti i presupposti per assumere il ruolo di prestatore di ultima istanza internazionale. Visti i benefici di questa figura sul piano nazionale, viene naturale pensare a quali potrebbero essere i vantaggi sul piano internazionale in riferimento a un'economia sempre più globalizzata dove gli spostamenti di capitali e le transazioni avvengono ormai a livello transazionale all'ordine del giorno. Si è cercato di favorire il progredire di un'economia internazionale tra i diversi paesi del mondo abbattendo le barriere tra di essi per sostenere la crescita ma non sono stati forniti alcuni mezzi di sostegno a tale ingente sviluppo.

Ci sono diverse soluzioni che potrebbero contribuire a una maggiore sicurezza e certezza di prestiti e investimenti in diverse valute come l'attribuzione di responsabilità alle banche che emettono valuta, al controllo delle transazioni o a una creazione di un fondo regionale di riserve. Tutto può contribuire a stabilizzare e rendere il più sicuro e affidabile il sistema ma l'importanza della presenza di una figura definita e riconosciuta da tutti sul piano internazionale è fondamentale. Inoltre esiste una particolare politica del Fondo Monetario Internazionale che potrebbe contrastare con effetti positivi le distorsioni derivanti dal moral hazard. Il Fondo può fornire sostegno finanziario ma le sue riserve non possono essere

illimitate per cui a un parziale finanziamento ufficiale devono essere accompagnati aggiustamenti di politica interna da parte del paese debitore, e tutto ciò può re instaurare la fiducia negli investitori evitando in questo modo le fughe di capitali e sostenendo la volontà di prestare. Questo meccanismo viene definito come “effetto catalitico” e se ciò ha successo le riserve non devono essere “illimitate” dato che il sostegno ufficiale e gli aggiustamenti possono convincere gli investitori a rivedere la loro posizione e allo stesso tempo ripristinare l’accesso al mercato da parte del paese debitore. Questo è un esempio delle diverse azioni che il Fondo Monetario potrebbe intraprendere nel ruolo di prestatore di ultima istanza internazionale per aiutare e sostenere i diversi paesi. Ovviamente poi le diverse strategie devono essere adattate ai vari casi che si presentano o che si potrebbero verificare in modo da poter venire incontro a tutte le esigenze nel momento in cui il nostro sistema economico si “inceppa”. Il Fondo andrebbe riformato proprio in questa prospettiva: ciò di cui necessita maggiormente l’economia mondiale è una figura di riferimento come il prestatore di ultima istanza a cui appellarsi per consigli e pareri come è sempre stato e a cui appoggiarsi per avere un supporto a seconda del bisogno. Il tutto andrebbe attuato nell’ottica di un miglioramento del sistema nel suo complesso, dato che l’evoluzione è accompagnata dalla risoluzione dei nuovi problemi che si pongono man mano che si passa allo stadio successivo, allo stesso modo via via che l’economia e la nostra società mutano e crescono bisogna assecondare le nuove esigenze date dal progresso. Sfruttare un organo già esistente e conosciuto in tutto il mondo per questo nuovo compito è molto più utile e immediato, anche se naturalmente il processo di trasformazione e attribuzione delle nuove funzioni richiederà tempo e accettazione da parte del mondo, rispetto alla creazione magari di un nuovo ente o all’attuazione di altre strategie minori.

Il Fondo Monetario potrebbe quindi assumere un ruolo decisamente attivo rispetto all’economia mondiale se dovesse essere riformato in modo da rappresentare a tutti gli effetti un prestatore di ultima istanza internazionale.

Bibliografia

- G. Cecchetti, 2014, Towards an International Lender Of Last Resort, Bis papers No 79: *Re-thinking the lender of last resort*, Monetary and Economic Department, September, pag. 131-136
- G. Corsetti, B. Guimaraes, N. Roubini 2013, International Lending Of Last Resort and Moral Hazard: a model of IMF's catalytic finance, *working paper 10125*, National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts W Avenue Cambridge, December.
- J-P Landau, 2014, International Lender Of Last Resort: some thoughts for the 21st century, , Bis papers No 79: *Re-thinking the lender of last resort* , Monetary and Economic Department, September, pag. 119-127
- M. King 2006, Reform of the International Monetary Fund, *Bank of England quarterly bulletin*, spring 2006

