



## Zhou Xiaochuan: Riformare il sistema monetario internazionale

Saggio di Zhou Xiaochuan, Governatore della Banca Popolare Cinese, 23 marzo 2009.

\* \* \*

Lo scoppio dell'attuale crisi e le sue ricadute nel mondo ci hanno messo di fronte a una domanda che esiste da tempo ma che non ha ancora trovato risposta: di quale tipo di valuta di riserva internazionale abbiamo bisogno per garantire la stabilità finanziaria globale e facilitare la crescita economica mondiale, che era uno degli scopi per cui è stato istituito il FMI? Nel tentativo di trovare una soluzione, sono stati adottati diversi accordi istituzionali, tra cui il Silver Standard, il Gold Standard, il Gold Exchange Standard e il sistema di Bretton Woods. La questione di cui sopra, tuttavia, come dimostra la crisi finanziaria in corso, è ben lungi dall'essere risolta ed è diventata ancora più grave a causa delle debolezze intrinseche dell'attuale sistema monetario internazionale.

In teoria, una valuta di riserva internazionale dovrebbe innanzitutto essere ancorata a un parametro di riferimento stabile ed emessa secondo una serie di regole chiare, in modo da garantire un'offerta ordinata; in secondo luogo, la sua offerta dovrebbe essere sufficientemente flessibile da consentire un aggiustamento tempestivo in base all'evoluzione della domanda; in terzo luogo, tali aggiustamenti dovrebbero essere slegati dalle condizioni economiche e dagli interessi sovrani di ogni singolo Paese. L'accettazione di valute nazionali basate sul credito come principali valute di riserva internazionali, come avviene nel sistema attuale, è un raro caso particolare nella storia. La crisi richiede ancora una volta una riforma creativa dell'attuale sistema monetario internazionale verso una valuta di riserva internazionale con un valore stabile, un'emissione basata su regole e un'offerta gestibile, in modo da raggiungere l'obiettivo di salvaguardare la stabilità economica e finanziaria globale.

### **I. Lo scoppio della crisi e le sue ricadute sul mondo intero riflettono le vulnerabilità intrinseche e i rischi sistemici dell'attuale sistema monetario internazionale.**

I paesi emittenti di valute di riserva si trovano costantemente di fronte al dilemma tra il raggiungimento degli obiettivi di politica monetaria interna e il soddisfacimento della domanda di valute di riserva da parte di altri paesi. Da un lato, le autorità monetarie non possono semplicemente concentrarsi sugli obiettivi interni senza assolvere alle proprie responsabilità internazionali; dall'altro, non possono perseguire contemporaneamente obiettivi interni e internazionali diversi. Potrebbero non riuscire a soddisfare adeguatamente la domanda di liquidità di un'economia globale in crescita mentre cercano di allentare le pressioni inflazionistiche a livello nazionale, oppure creare un eccesso di liquidità nei mercati globali stimolando eccessivamente la domanda interna. Il Dilemma di Triffin, ossia che i paesi emittenti delle valute di riserva non possono mantenere il valore delle valute di riserva fornendo al contempo liquidità al mondo, esiste ancora.

Quando una valuta nazionale viene utilizzata per la determinazione dei prezzi dei beni primari, per i regolamenti commerciali e viene adottata come valuta di riserva a livello globale, gli sforzi dell'autorità monetaria che emette tale valuta per affrontare gli squilibri economici attraverso l'aggiustamento del tasso di cambio risulterebbero vani, in quanto la sua valuta funge da punto di riferimento per molte altre valute. Pur beneficiando di una moneta di riserva ampiamente accettata, la globalizzazione soffre anche dei difetti di tale sistema. La frequenza e la crescente intensità delle crisi finanziarie dopo il crollo del sistema di Bretton Woods suggeriscono che i costi di tale sistema per il mondo potrebbero aver superato i suoi benefici. Il prezzo sta diventando sempre più alto, non solo per gli utenti, ma anche per gli emittenti delle valute di riserva. Sebbene la crisi non sia necessariamente un risultato voluto dalle autorità emittenti, è un esito inevitabile dei difetti istituzionali.



**II. L'obiettivo auspicabile della riforma del sistema monetario internazionale è quindi quello di creare una valuta di riserva internazionale slegata dalle singole nazioni e in grado di rimanere stabile nel lungo periodo, eliminando così le carenze intrinseche causate dall'utilizzo di valute nazionali basate sul credito.**

1. Sebbene la moneta di riserva super-sovrana sia stata proposta da tempo, finora non è stato compiuto alcun progresso sostanziale. Già negli anni Quaranta Keynes aveva proposto di introdurre un'unità monetaria internazionale denominata "Bancor", basata sul valore di 30 materie prime rappresentative. Purtroppo la proposta non fu accettata. Il crollo del sistema di Bretton Woods, che si basava sull'approccio di White, indica che l'approccio keynesiano potrebbe essere stato più lungimirante. Il FMI creò anche il DSP nel 1969, quando emersero i difetti del sistema di Bretton Woods, per mitigare i rischi inerenti alle valute di riserva sovrane. Tuttavia, il ruolo del DSP non è stato sfruttato appieno a causa delle limitazioni sulla sua allocazione e sulla portata dei suoi impieghi. Tuttavia, esso rappresenta la luce nel tunnel per la riforma del sistema monetario internazionale.
2. Una valuta di riserva super-sovrana non solo elimina i rischi intrinseci delle valute sovrane basate sul credito, ma rende anche possibile la gestione della liquidità globale. Una valuta di riserva super-sovrana gestita da un'istituzione globale potrebbe essere utilizzata sia per creare che per controllare la liquidità globale. E quando la valuta di un Paese non sarà più utilizzata come metro di paragone per il commercio globale e come parametro di riferimento per le altre valute, la politica dei tassi di cambio del Paese sarà molto più efficace nel regolare gli squilibri economici. Ciò ridurrà significativamente i rischi di una crisi futura e migliorerà la capacità di gestione delle crisi.

**III. La riforma dovrebbe essere guidata da una grande visione e iniziare con risultati specifici. Dovrebbe essere un processo graduale che produca risultati vantaggiosi per tutti.**

Il ripristino di una nuova valuta di riserva ampiamente accettata e con un parametro di valutazione stabile potrebbe richiedere molto tempo. La creazione di un'unità monetaria internazionale, basata sulla proposta keynesiana, è un'iniziativa coraggiosa che richiede una visione politica e un coraggio straordinari. Nel breve periodo, la comunità internazionale, in particolare il FMI, dovrebbe almeno riconoscere e affrontare i rischi derivanti dal sistema esistente, condurre un monitoraggio e una valutazione regolari e lanciare tempestivamente un allarme preventivo.

Si dovrebbe prendere in particolare considerazione la possibilità di attribuire al DSP un ruolo più importante. Il DSP ha le caratteristiche e il potenziale per agire come una valuta di riserva super-sovrana. Inoltre, un aumento dell'allocazione di DSP aiuterebbe il Fondo ad affrontare il problema delle risorse e le difficoltà della riforma della voce e della rappresentanza. Pertanto, è necessario adoperarsi per promuovere l'assegnazione di DSP. Ciò richiederà una cooperazione politica tra i paesi membri. In particolare, il quarto emendamento allo Statuto e la relativa risoluzione sull'assegnazione dei DSP proposti nel 1997 dovrebbero essere approvati al più presto, in modo che anche i membri che hanno aderito al Fondo dopo il 1981 possano condividere i benefici dei DSP. Sulla base di ciò, si potrebbe prendere in considerazione la possibilità di aumentare ulteriormente l'allocazione dei DSP.

L'ambito di utilizzo del DSP dovrebbe essere ampliato, in modo da consentirgli di soddisfare pienamente la domanda di una valuta di riserva da parte dei paesi membri.

istituire un sistema di regolamento tra il DSP e altre valute. Pertanto, il DSP, che oggi è utilizzato solo tra governi e istituzioni internazionali, potrebbe diventare un mezzo di pagamento ampiamente accettato nel commercio internazionale e nelle transazioni finanziarie.

Promuovere attivamente l'uso del DSP nel commercio internazionale, nella determinazione dei prezzi delle materie prime, negli investimenti e nella contabilità aziendale. Ciò contribuirà a rafforzare il ruolo del DSP e a ridurre efficacemente la fluttuazione dei prezzi delle attività

denominate in valuta nazionale e i rischi correlati.

Creare attività finanziarie denominate in DSP per aumentarne l'appeal. L'introduzione di titoli denominati in DSP, allo studio del FMI, sarà un buon inizio.

Migliorare ulteriormente la valutazione e l'allocazione del DSP. Il paniere di valute che costituisce la base per la valutazione del DSP dovrebbe essere ampliato per includere le valute di tutte le principali economie e il PIL potrebbe essere incluso come peso. L'allocazione del DSP può essere spostata da un sistema puramente basato sui calcoli a un sistema sostenuto da attività reali, come un pool di riserve, per aumentare ulteriormente la fiducia del mercato nel suo valore.

**IV. Affidare parte delle riserve dei Paesi membri alla gestione centralizzata del FMI non solo migliorerà la capacità della comunità internazionale di affrontare la crisi e mantenere la stabilità del sistema monetario e finanziario internazionale, ma rafforzerà anche in modo significativo il ruolo del DSP.**

1. Rispetto alla gestione separata delle riserve da parte dei singoli Paesi, la gestione centralizzata di una parte della riserva globale da parte di un'istituzione internazionale affidabile, con un rendimento ragionevole per incoraggiare la partecipazione, sarà più efficace per scoraggiare la speculazione e stabilizzare i mercati finanziari. I Paesi partecipanti possono anche risparmiare una parte delle riserve per lo sviluppo interno e la crescita economica. Con i suoi membri universali, il suo mandato unico di mantenere la stabilità monetaria e finanziaria e il suo ruolo di "supervisore" internazionale delle politiche macroeconomiche dei Paesi membri, il FMI, con la sua esperienza, è dotato di un vantaggio naturale per agire come gestore delle riserve dei Paesi membri.
2. La gestione centralizzata delle riserve dei Paesi membri da parte del Fondo sarà una misura efficace per promuovere un ruolo maggiore del DSP come valuta di riserva. A tal fine, il FMI può istituire un fondo aperto denominato in DSP, basato sulla prassi di mercato, che consenta la sottoscrizione e il rimborso nelle valute di riserva esistenti da parte di vari investitori. Questa soluzione non solo promuoverà lo sviluppo di attività denominate in DSP, ma consentirà anche di gestire parzialmente la liquidità sotto forma di valute di riserva esistenti. Può anche gettare le basi per un aumento dell'allocazione dei DSP, in modo da sostituire gradualmente le valute di riserva esistenti con i DSP.

