

## VIII. Conclusioni

Pare esservi una diffusa sensazione che l'economia globale si trovi oggi a un punto cruciale, anche se è assai difficile dire quale sarà il corso ulteriore degli eventi. La recente performance economica superiore alle attese in molte aree del mondo ha logicamente indotto gli organismi sia privati che pubblici a rivedere verso l'alto le proiezioni di crescita. Molti ritengono che ora le prospettive siano favorevoli come non mai dagli inizi degli anni ottanta. In parte si tratta di pura estrapolazione, ma il progresso tecnologico e la continua deregolamentazione sono ulteriori ragioni che spiegano l'aspettativa di una crescita rapida accompagnata da perdurante bassa inflazione. In effetti, dato il progressivo diffondersi di questi sviluppi strutturali all'intera economia globale, appare probabile che i rimarchevoli successi conseguiti dagli Stati Uniti negli ultimi anni vengano condivisi da un più ampio novero di paesi. Un protratto boom in un'economia mondiale maggiormente retta dal mercato non è pertanto affatto da escludere.

Nondimeno, quand'anche venga accettata tale visione a più lungo termine, i responsabili delle politiche dovranno comunque aspettarsi alcuni ostacoli lungo il percorso. In analogia con quanto avvenuto durante passati periodi di cambiamento strutturale accompagnati da nuove promesse, l'ultimo decennio è stato caratterizzato in molte economie da una rapida espansione del credito e da un crescente interesse per il rischio da parte dei prestatori. Nei mercati finanziari sono aumentati gli indici di concentrazione, mentre si è talvolta sensibilmente assottigliata la liquidità. In conseguenza di questi sviluppi non solo l'economia mondiale è divenuta probabilmente più esposta agli shock macroeconomici, ma anche la risposta dinamica dei mercati a tali shock potrebbe essere ora più difficile da prevedere che nel precedente contesto maggiormente regolamentato. Infine, occorre chiedersi se con un sistema finanziario più globalizzato i responsabili delle politiche dispongano di tutti gli strumenti necessari sia per scongiurare situazioni critiche, sia per gestirle qualora esse dovessero verificarsi. E questo non è mai compito facile, poiché le iniezioni di liquidità eventualmente necessarie per contribuire a risolvere una crisi possono parimenti incoraggiare comportamenti incauti, creando di fatto le premesse per la crisi seguente.

Le principali vulnerabilità macroeconomiche sono ben note, non ultima fra esse la possibilità di una reviviscenza dell'inflazione nei paesi più avanzati nel ciclo. Ma è la possibile interazione fra queste vulnerabilità che merita forse maggiore attenzione. In molti paesi le quotazioni azionarie appaiono ancora alte in relazione ai parametri storici anche se si escludono i valori della "nuova era", per i quali potrebbero plausibilmente applicarsi nuovi criteri di valutazione. Il dollaro USA sembra essere più forte di quanto sia compatibile con la stabilizzazione degli indici di indebitamento esterno nel più lungo periodo. Data la misura crescente in cui i rendimenti attesi sugli investimenti azionari hanno determinato i flussi internazionali di capitali negli ultimi anni, la probabilità di

una simultanea correzione in entrambi i mercati sembrerebbe maggiore di quanto possano indicare le correlazioni storiche. La probabile conseguenza di un tale esito sarebbe un rallentamento della domanda dovuto a effetti di reddito, quand'anche l'inflazione salisse sotto l'influsso di pressioni sia interne che esterne. Ovviamente, la misura in cui tale rallentamento verrebbe giudicato opportuno, per il contributo che potrebbe fornire nel contrastare le spinte inflazionistiche, dipende moltissimo da quanto ampio e ordinato risulterà essere l'aggiustamento di ricchezza. In linea di principio non si possono escludere né un atterraggio duro, né un atterraggio morbido. Infine, in un contesto macroeconomico così incerto, è anche plausibile attendersi un deflusso di capitali dalle economie di mercato emergenti. I paesi con avanzi correnti e ampie riserve esterne potrebbero non risentirne molto, ma non tutte le economie emergenti godono attualmente di una tale confortevole posizione esterna.

Le dinamiche di mercato che condizionano la risposta del sistema finanziario globale a un ulteriore inasprimento della politica monetaria meritano anch'esse attenta considerazione. L'innalzamento dei tassi ufficiali è stato per lo più giudicato utile al fine di sostenere la crescita economica scongiurando nel contempo l'inflazione. La crescita è stata positiva per i corsi azionari e gli spreads creditizi, mentre la bassa inflazione ha forse contenuto il movimento ascendente dei rendimenti obbligazionari. Nondimeno, qualora d'improvviso si ritenesse che le autorità non tengano più il passo, tutto potrebbe andare per il verso opposto, con potenziali effetti contrattivi. Si aggiunga che i movimenti dei prezzi azionari potrebbero essere esacerbati dal crescente impiego di strategie di leva, mediante l'indebitamento e il meccanismo dei margini, e di assicurazione dei portafogli, nonché dalla maggiore dipendenza dei profitti delle grandi società dai guadagni azionari nel settore tecnologico. Tutti questi elementi fra loro interconnessi hanno un elevato potenziale destabilizzante. Anche i mercati del reddito fisso potrebbero reagire in modo atipico, dato il mutare dello status dei titoli di riferimento nei mercati obbligazionari sia statunitensi sia europei e stante la crescente riluttanza dei grandi intermediari a impegnare capitale nella funzione di market-making.

In che modo tutti questi sviluppi, o alcuni di essi, possano ripercuotersi sulla solidità delle singole istituzioni è un'altra questione aperta. L'operare congiunto della continua deregolamentazione, della più intensa concorrenza, del cambiamento tecnologico e della maggiore attenzione prestata allo "shareholder value" può avere incentivato comportamenti e relazioni intersettoriali che si riveleranno imprudenti soltanto al sopravvenire di una fase recessiva. Ciò detto, va anche osservato che negli ultimi tempi i mercati finanziari sono stati estremamente volatili senza che si siano prodotti effetti a catena, e che ingenti volumi di transazioni finanziarie hanno potuto essere trattati in assenza di segni di tensione.

Che cosa possono fare i responsabili delle politiche per assicurare che l'economia globale goda durevolmente dei frutti di una struttura produttiva e finanziaria più efficiente? Quale che sia la risposta – e alcuni suggerimenti saranno proposti più oltre – va riconosciuto che l'efficienza non è tutto. L'equità e ciò che è percepito come equità devono parimenti trovare considerazione. Occorre quindi che alle questioni della distribuzione del reddito, dello

sgravio del debito e delle politiche protezionistiche dei paesi industriali, in particolare verso le importazioni di prodotti agricoli e tessili dalle economie emergenti, venga prestata nei fatti un'attenzione maggiore di quella che esse hanno ricevuto finora. Un altro vincolo al perseguimento dell'efficienza, specie nello sviluppo dei sistemi finanziari, deve provenire dalle considerazioni inerenti alla sicurezza e alla stabilità. I vantaggi recati da mercati dei capitali più liberi vanno costantemente soppesati a fronte dei potenziali costi economici di episodiche crisi finanziarie. A meno che l'azione delle autorità non riesca a contemperare adeguatamente tutti questi obiettivi fra loro concorrenti, non si può escludere un brusco, deprecabile allontanamento da un approccio orientato al mercato in direzione di soluzioni meno desiderabili.

### Gli squilibri e il perseguimento della stabilità dei prezzi

L'incertezza sul futuro economico è una complicazione inevitabile nella formulazione della politica monetaria. La conoscenza è limitata per quanto riguarda sia la struttura dell'economia sia lo sfasamento temporale con cui la manovra monetaria influisce sugli obiettivi finali. I dati sono frequentemente soggetti a revisioni, così come lo sono le aspettative che spesso determinano le decisioni di spesa. La teoria suggerisce che i responsabili delle politiche dovrebbero limitarsi ad agire per il meglio nella situazione del momento e quindi rivedere sistematicamente la propria posizione sulla scorta dei dati via via pervenuti, ma questa strategia non è scevra di inconvenienti. In particolare, l'elevato grado di incertezza può indurre a reagire con eccessivo ritardo alle nuove informazioni, aumentando così il rischio di dover poi ricorrere a manovre drastiche e con effetti dirompenti. Di fatto, tale ritardo potrebbe persino suscitare dubbi circa l'impegno delle autorità al perseguimento degli obiettivi dichiarati. Inoltre, una strategia monetaria che si basi esclusivamente su aspettative medie può avere come conseguenza una preparazione inadeguata per l'eventualità di esiti estremi. Nelle attuali circostanze, in cui sono riscontrabili numerosi squilibri, una tale carenza appare particolarmente rilevante.

Un punto su cui praticamente tutti concorderebbero è che l'attuale ritmo di espansione della domanda interna negli Stati Uniti è insostenibile e potenzialmente inflazionistico, e che una situazione analoga, seppure meno estrema, è presente in alcuni degli altri paesi anglofoni. Data la possibilità più volte evocata che la politica fiscale negli Stati Uniti si muova risolutamente nell'altra direzione, la recente tendenza all'inasprimento monetario è assai opportuna, anche se i prezzi di talune attività appaiono oggi alquanto vulnerabili. Qualora la politica monetaria dovesse indietreggiare ai primi segni di flessione dei listini azionari, il rischio di "moral hazard" sarebbe grande. Dopo tutto, se veramente siamo entrati in una "nuova era", la probabilità di una drastica e durevole correzione dei corsi azionari dovrebbe essersi di molto ridotta. E se invece non lo siamo, si potrebbe allora sostenere che più presto si sgonfia la bolla, meglio è.

Con ciò non si vuol dire che una reazione significativa dei mercati azionari, o dei mercati finanziari più in generale, non debba indurre una misurata risposta della politica monetaria. La disinflazione potrebbe essere troppo forte e troppo rapida. Tale pericolo non è irrilevante negli Stati Uniti, né in vari altri paesi nella

fase avanzata del ciclo. Dati i recenti bassi livelli di risparmio e i massicci acquisti di abitazioni e beni durevoli, i progetti di spesa potrebbero facilmente essere rinviati. Ma quando diviene manifesto che certi investimenti non frutteranno mai il rendimento sperato, si dovrebbe lasciare che gli incauti investitori paghino il prezzo delle loro scelte, e in fretta, affinché possa essere ridotta la capacità e rapidamente ricostituita la redditività di più lungo periodo. È forse questo il principale insegnamento che si può trarre dall'esperienza giapponese degli anni novanta.

Un altro punto su cui sussiste consenso pressoché unanime è che la crescita della spesa privata in Giappone procede troppo a rilento. La non risolta questione è: in quale modo si potrebbe favorirne l'accelerazione? Alle autorità fiscali giapponesi va riconosciuto il merito di essere state disposte a impiegare la politica di bilancio in funzione anticiclica, ma l'azione avrebbe potuto essere condotta con maggiore efficacia. La forte riluttanza con cui inizialmente si è fatto ricorso a questo strumento, unitamente alle contromanovre più volte minacciate o poste effettivamente in atto, ha minato la fiducia del settore privato nella prospettiva di una ripresa duratura dell'economia. Inoltre, l'efficienza della spesa pubblica è decisamente diminuita con l'ampliarsi del volume di fondi stanziati, dstando nei contribuenti la sensazione che all'accumularsi delle passività non corrispondesse un'adeguata creazione di ricchezza. Anche se i crescenti livelli del debito pubblico in Giappone implicano che in futuro lo stimolo fiscale complessivo dovrà essere contenuto, risultati considerevoli potrebbero comunque essere ottenuti da una ricomposizione delle uscite. Ad esempio, una riduzione della spesa al capitolo sovradimensionato degli investimenti pubblici (tre volte la media del Gruppo dei Dieci) e un aumento di quella destinata al sistema sottosviluppato di protezione sociale potrebbero contribuire a mantenere il livello di fiducia necessario, nonché accrescere la mobilità del lavoro in un momento in cui ciò sarebbe altamente desiderabile. Dato l'eccesso di capacità che tuttora affligge le industrie tradizionali, va infatti incoraggiata l'espansione di altri settori produttivi attraverso la deregolamentazione e connesse misure di politica economica.

Se una politica monetaria espansiva abbia ulteriormente un ruolo da svolgere, ora che i tassi d'interesse a breve hanno effettivamente toccato la soglia nominale zero, è questione che rimane controversa sia in Giappone che altrove. Il dibattito si svolge lungo due filoni. Da un lato si sostiene che la Banca del Giappone dovrebbe far ricorso a procedure "eccezionali" per innalzare direttamente i prezzi delle attività e aumentare decisamente il livello delle riserve bancarie, ad esempio mediante interventi in yen non sterilizzati e massicci acquisti di titoli di Stato. La Banca si è opposta fermamente a siffatte iniziative, sostenendo che esse sarebbero, tutt'al più, di scarsa utilità e potrebbero anzi essere di intralcio ove si rendesse necessario un aumento dei tassi in caso di ripresa dell'economia. Alla base di tale opposizione vi sono anche timori legittimi circa l'autonomia della banca centrale nel più lungo periodo. L'altro filone del dibattito concerne i vantaggi che potrebbero derivare dall'adozione di un nuovo regime monetario basato su obiettivi espliciti di inflazione o di livello dei prezzi. La logica sottostante è che, se i tassi d'interesse nominali sono vincolati dalla soglia zero, quelli reali possono nondimeno assumere valori negativi

qualora si trovi il modo di favorire le attese di una risalita dei prezzi. I fautori del nuovo regime monetario affermano che grazie ad esso le aspettative di inflazione sarebbero effettivamente sospinte verso l'alto e che sarebbe tanto più da preferire un obiettivo in termini di livello dei prezzi quanto più a lungo fosse durata la discesa dei prezzi. Gli oppositori, fra cui la Banca del Giappone, sostengono invece che in realtà non avverrebbe alcun cambiamento spontaneo delle aspettative in assenza di mezzi credibili per modificare la realtà di fondo della perdurante stagnazione economica.

Un ultimo punto su cui praticamente tutti concorderebbero è che, per esclusione, la sfida primaria per l'Europa continentale consiste nelle riforme di struttura. Infatti non si osservano, né sono da prevedere, grossi squilibri macroeconomici come quelli cui sono confrontati in misura crescente gli Stati Uniti e il Giappone. Le bilance dei pagamenti correnti non pongono problemi per l'area nel suo insieme. I valori azionari, che pure hanno segnato forti incrementi di prezzo in molti paesi, rappresentano tuttora una quota modesta (anche se in aumento) della ricchezza delle famiglie. E benché la persistente debolezza dell'euro rischi ovviamente di accrescere le spinte inflazionistiche, una politica monetaria lungimirante e vigile appare sufficiente a fugare le preoccupazioni maggiori. Potrebbe altresì essere raccomandata una restrizione sul piano fiscale, specie in quelle economie europee minori che stanno urtando contro i limiti del potenziale produttivo, ma nella maggior parte dei paesi sono già in atto da tempo politiche di bilancio restrittive. Evidentemente tutte queste prescrizioni macroeconomiche nel senso del mantenimento di una rotta stabile presumono che l'attuale espansione in Europa prosegua senza battute d'arresto causate da eventi drammatici in altre aree.

L'introduzione dell'euro ha chiaramente stimolato l'entusiasmo per le riforme strutturali in Europa, in un processo che abbina elementi di premio e di sanzione. Una moneta unica potrebbe indurre enormi guadagni di efficienza nei mercati dei prodotti, a condizione però che altre riforme lo consentano. Per converso, la mancata realizzazione di riforme di mercato del lavoro che permettano una più rapida risposta ai segnali del mercato condurrebbe a un aumento della disoccupazione in presenza di shock asimmetrici in un'area valutaria unica. Molto è già stato fatto, come evidenzia il recente calo della disoccupazione nella UE, inconsueto a uno stadio assai precoce della ripresa economica, ma l'insegnamento che si può trarre dagli Stati Uniti e dagli esempi migliori in Europa indica come siano possibili ulteriori progressi. Al recente vertice di Lisbona i Capi di Stato e di Governo si sono impegnati a portare avanti attivamente le riforme strutturali ma, come sempre, il compito difficile sarà quello di riuscire a dare concreta attuazione a tale impegno in patria.

Negli ultimi anni i movimenti dei cambi fra le principali monete avevano in genere assecondato la stabilizzazione del ciclo economico. Più di recente, invece, la forza dello yen e la persistente debolezza dell'euro sono state meno in sintonia con gli obiettivi interni, e ciò ha indotto a domandarsi che cosa si potrebbe fare al riguardo, oltretutto manovrare i tassi d'interesse ufficiali. Al momento la risposta pare essere: non molto. Le circostanze potrebbero però naturalmente cambiare. Gli interventi unilaterali da parte del Giappone hanno lo svantaggio di una credibilità limitata in termini di funzione segnaletica, data

l'impossibilità di abbassare ulteriormente tassi d'interesse già a livello zero (quantunque rimanga aperta l'opzione del ricorso a misure "non convenzionali"). Gli interventi bilaterali con la partecipazione europea sono stati finora scartati, anche se a prima vista essi appaiono potenzialmente utili in condizioni di mercato idonee. Una spiegazione è forse il timore che in Europa essi vengano erroneamente letti come una diluizione dell'impegno della nuova banca centrale alla stabilità dei prezzi interni. Quanto agli interventi multilaterali, con il coinvolgimento degli Stati Uniti, è stata espressa la preoccupazione che siano interpretati come antesignani di un sistema mondiale di cambi amministrati, per il quale pare esservi attualmente scarso entusiasmo a livello ufficiale.

Guardando più avanti nel futuro, la maggiore sfida per i responsabili delle politiche potrebbe essere quella di far fronte a un improvviso capovolgimento delle fortune del dollaro. L'impatto deflazionistico addizionale sarebbe chiaramente inopportuno in Giappone; molto meno in Europa, dove sono cresciuti i timori di inflazione. Ma anche qui potrebbero sorgere problemi qualora il recupero dell'euro fosse eccessivamente forte e rapido. Se si considera quanto imprevisto sia stato il recente deprezzamento della moneta unica europea, e con quale facilità possano invertirsi le dinamiche del mercato, una tale eventualità non è per nulla da scartare. Indubbiamente, ove la ripresa dell'euro fosse dovuta a un rinnovato ottimismo a riguardo delle riforme strutturali in Europa e si accompagnasse a un aumento sia dei consumi che degli investimenti, i pericoli per la ripresa economica sarebbero notevolmente attenuati. Questo sembrerebbe essere un altro validissimo motivo per dare corso alle riforme di struttura.

Le questioni inerenti al tasso di cambio appaiono di rilevanza ancora maggiore dal punto di vista delle economie di mercato emergenti, essendo queste comparativamente più aperte e ancor più esposte alle oscillazioni nei flussi di capitali indotte da mutamenti nel clima di mercato. Per il momento le migliorate prospettive di crescita economica in Asia, America latina ed Europa orientale hanno incoraggiato gli afflussi, in particolare gli investimenti diretti. Resta tuttavia la preoccupazione che eventuali shock esterni o insuccessi delle politiche economiche interne possano d'improvviso causare un'inversione dei flussi. In America latina sono potenziali fonti di inquietudine gli attuali disavanzi correnti e i problemi strutturali delle finanze pubbliche, mentre in Asia comportano rischi la forte dipendenza dal settore tecnologico e i lenti progressi nella ristrutturazione delle imprese e delle banche. Nella maggior parte delle economie emergenti vigono nominalmente regimi di cambio fluttuante, ma di fatto molte di esse, specie in Asia, sono ampiamente ricorse a interventi valutari per evitare perdite di competitività dovute a un apprezzamento della moneta. Sebbene tali interventi siano stati presentati come misure dettate dal bisogno di ricostituire le riserve, e comunque preferibili ai controlli sui capitali – i quali hanno destato finora un interesse sorprendentemente modesto – essi possono in definitiva condurre a un'eccessiva espansione del credito. E questo non è altro che un modo diverso di perdere competitività. Forse più insidioso è il pericolo che i mutuatari ritornino a una mentalità di cambio fisso e siano ancora una volta incoraggiati a indebitarsi in valuta estera a più basso costo. Ciò potrebbe sembrare improbabile alla luce delle recenti crisi, ma è stupefacente la rapidità con cui vengono dimenticate persino le lezioni apprese a caro prezzo.

Alcune economie emergenti sono state più esplicite nell'optare per regimi alternativi di politica monetaria. Solo nell'arco dello scorso anno, ad esempio, Sudafrica, Brasile, Polonia e Repubblica Ceca hanno annunciato l'adozione di un approccio basato sul perseguimento di obiettivi di inflazione. Così facendo, questi paesi si sono aggregati al gruppo di nazioni industriali che impostano la propria politica monetaria in funzione di un traguardo di inflazione preannunciato nel quadro di un regime di cambio fluttuante. Ma, quali che siano i meriti di un tale approccio nelle economie industriali, il bilancio dei vantaggi e degli svantaggi potrebbe risultare diverso allorché esso viene adottato in altri paesi.

Fra i vantaggi per le economie emergenti vi sarebbe la maggiore trasparenza. Infatti, in un regime basato su un valore programmato di inflazione le autorità monetarie sarebbero meno esposte all'accusa di aver perseguito interessi di parte nello stabilire il livello dei tassi d'interesse e di cambio. Un ulteriore vantaggio è la possibilità di ancorare le aspettative inflazionistiche in quei paesi – come molti dell'America latina – che hanno trascorsi particolarmente mediocri nel controllo della dinamica dei prezzi. Tuttavia, l'adozione di un obiettivo di inflazione comporta per le economie emergenti anche taluni svantaggi. Fra questi figurano i problemi connessi con la capacità relativamente limitata di elaborare sofisticate previsioni sull'andamento delle grandezze economiche (compresa l'inflazione), la mancanza di dati attendibili e il perdurante cambiamento strutturale. Si aggiunga che, come conferma l'esempio più recente dell'Asia, numerosi paesi emergenti hanno mostrato di essere soggetti a bolle dei prezzi delle attività, un fenomeno non facile da gestire nel quadro di una strategia imperniata sull'obiettivo di inflazione. Infine, la forte incidenza dei prodotti alimentari e delle importazioni nel paniere dei consumi, unitamente al fatto che in molti casi è tuttora in corso un'estesa deregolamentazione dei prezzi, può creare un notevole divario fra l'inflazione generale e l'indice dei prezzi che la banca centrale ritiene di poter meglio controllare.

Tutto ciò implica che le economie emergenti hanno a che fare con una versione esasperata del "trade-off" cui sono confrontati i paesi industriali che perseguono un traguardo di inflazione. Infatti, se l'obiettivo è troppo ambizioso, il suo mancato conseguimento si traduce in una perdita di credibilità. Se è invece posto a un livello più realistico, può essere giudicato troppo poco ambizioso, cosicché l'approccio non gode di alcuna credibilità fin dall'inizio. Come in tutte le scelte di regime monetario, non esiste un'opzione valida in assoluto. Ciascun paese deve considerare la propria situazione e il proprio passato, e giudicare di conseguenza qual è la rotta migliore. Quanto invece all'esigenza di una sana politica fiscale, essa non richiede che venga esercitata alcuna facoltà di giudizio. La storia insegna infatti che in assenza di una tale politica qualsiasi approccio teso a controllare l'inflazione è destinato al fallimento.

## I cambiamenti strutturali e la prevenzione dell'instabilità finanziaria globale

I dissesti finanziari degli anni trenta aggravarono seriamente la recessione economica in molti paesi industriali e condussero a un drastico inasprimento della regolamentazione posta a disciplina dell'attività finanziaria. Nel periodo

postbellico è intervenuta una progressiva liberalizzazione man mano che si affievoliva il ricordo delle passate difficoltà e trovavano riconoscimento i potenziali vantaggi di un mercato finanziario più libero. Tuttavia, le ricorrenti crisi finanziarie degli ultimi tre decenni, sia nei paesi industriali che in quelli emergenti, hanno nuovamente richiamato l'attenzione su tre interrogativi. Come evitare altre crisi? Cosa fare per gestirle meglio allorché si verificano? E quali vie seguire, non esclusa la riduzione del debito, per giungere alla loro risoluzione? Sebbene relativamente a ciascuna di tali problematiche siano stati compiuti notevoli progressi, questi appaiono assai modesti a confronto di quanto resta ancora da fare. Per taluni aspetti non vi è tuttora consenso internazionale su ciò che costituirebbe un approccio sensato. E nella quasi totalità dei casi, le difficoltà pratiche che incontra l'attuazione concreta delle proposte concordate rimangono enormi.

I provvedimenti intesi a prevenire le crisi finanziarie tengono conto in misura crescente di come le carenze a livello microeconomico possano interagire con i fenomeni macroeconomici generando effetti insidiosi. Tali problemi possono manifestarsi sul mercato in tre modi: estrema volatilità a breve termine in taluni settori; disallineamenti dei prezzi nel medio periodo, come quelli che conducono a bolle dei prezzi delle attività e ad eccessivi flussi di capitali; fenomeni di contagio fra diversi mercati e paesi non giustificati dalle grandezze fondamentali. L'azione preventiva deve pertanto focalizzarsi su ognuno dei tre pilastri che sorreggono i sistemi finanziari interni e internazionali: la solidità delle istituzioni finanziarie; il corretto funzionamento dei mercati; la presenza di un'adeguata infrastruttura, nella quale rientrano il quadro legale e giudiziario, i sistemi di pagamento e regolamento e gli standard contabili. Relativamente a ciascun pilastro è possibile individuare un'ulteriore triade, in questo caso sotto forma di sistemi di incentivi atti a promuovere un comportamento prudente. Il punto di partenza deve essere il governo interno dell'impresa, basato fondamentalmente sul perseguimento dell'interesse individuale e sulla preservazione del capitale privato. Questo elemento va integrato da un'adeguata supervisione e sorveglianza. Infine, in un mondo maggiormente retto dal mercato, occorre assegnare un ruolo di crescente importanza alla disciplina di mercato, pur riconoscendo i limiti che talora essa mostra. Considerando che vi sono tre problemi, tre pilastri e tre precetti applicabili a ciascuno di essi, non desta sorpresa che tanto lavoro resti ancora da fare.

La promozione della solidità delle istituzioni finanziarie, in special modo delle banche, è un presupposto essenziale della stabilità finanziaria. La maggior parte delle crisi origina ancora, tanto nelle economie emergenti quanto nei paesi industriali, dal fatto che alcune istituzioni dilatano a dismisura i propri bilanci allorché i tempi sembrano favorevoli, per poi ridimensionarli violentemente al mutare delle circostanze. Il governo d'impresa trarrebbe beneficio anzitutto da un'accresciuta attenzione interna per la redditività corretta in funzione del rischio, specie nel remunerare i quadri addetti all'attività di negoziazione e al vaglio degli affidamenti. Senza questa correzione essenziale, l'incessante perseguimento dello "shareholder value" può rivelarsi una strategia assai pericolosa. A questa raccomandazione si può aggiungere che dovrebbe essere prestata maggiore attenzione al modo in cui le reti di salvataggio pubbliche possono incoraggiare comportamenti incauti da parte delle istituzioni, non

ultime quelle che si ritiene fruiscono di una garanzia governativa. La recente crescita esplosiva di tali istituzioni negli Stati Uniti rafforza le preoccupazioni da tempo presenti per l'analogo coinvolgimento dello Stato nel settore bancario del Giappone e dell'Europa continentale.

Le proposte avanzate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria al fine di migliorare l'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988, che dovrà essere emendato sulla scorta del processo di consultazione di recente concluso, collegano più strettamente i coefficienti minimi di capitale per le banche dotate di perfezionati sistemi interni di rating con le valutazioni del rischio creditizio elaborate dalle istituzioni stesse. Un siffatto collegamento è senz'altro desiderabile, a condizione ovviamente che tali valutazioni non siano in qualche modo distorte. L'ammissibilità di questo metodo sarà pertanto subordinata a criteri e linee guida per una prassi corretta miranti ad assicurare l'integrità dei procedimenti e dei risultati del sistema interno di rating. Il metodo standard proposto per le banche con un'operatività più semplice promette forse meno vantaggi, ma potrebbe d'altro canto comportare meno rischi. È ovviamente necessario che esso sia ben meditato, in quanto regolamerà verosimilmente la stragrande maggioranza delle banche situate nei paesi emergenti.

Il nuovo Accordo proposto riconosce inoltre alle autorità di vigilanza una funzione importante nell'assicurare che il fabbisogno di capitale sia valutato adeguatamente e che i requisiti patrimoniali risultino omogenei e comparabili fra le varie istituzioni. A questo riguardo, potrebbe essere assegnato un ruolo più incisivo di quello attualmente previsto a regole semplici intese a garantire un previdente accantonamento a fronte del rischio. Il Comitato di Basilea ha sottolineato come anche la disciplina di mercato possa contribuire a un comportamento prudente da parte delle istituzioni finanziarie. Tradizionalmente ciò avviene attraverso il meccanismo degli spreads creditizi e delle quotazioni azionarie, ma anche l'emissione di passività subordinate potrebbe essere presa in considerazione. Una condizione necessaria, anche se non sufficiente, affinché si espliciti la disciplina di mercato è che il mercato stesso disponga di informazioni attendibili sufficienti a consentire una valutazione corretta. Pertanto, il compito di assicurare che vengano fornite siffatte informazioni, insieme a una chiara spiegazione dei principi contabili su cui esse si fondano, dovrebbe continuare ad avere la massima priorità.

Ovviamente, uno degli inconvenienti della disciplina di mercato è che questa può essere soggetta alla stessa alternanza di ottimismo e pessimismo alla quale sono esposte le valutazioni interne del merito di credito. Poiché tali fenomeni possono avere ripercussioni sistemiche, da parte delle autorità pubbliche dovrebbe essere prestata molta più attenzione al monitoraggio degli sviluppi e all'elaborazione di procedure analitiche per valutare il rischio di problemi a livello di sistema. Anzi, sarebbe assai raccomandabile che tali proiezioni fossero integrate da prove di stress. Affinché non venga di fatto a mancare questa importante funzione, è necessario chiarire se le analisi di questo tipo debbano essere compiute preminentemente dalle autorità di vigilanza, da altre istituzioni cui compete la responsabilità della stabilità sistemica (solitamente le banche centrali), ovvero da entrambe le istanze. Un argomento in favore del coinvolgimento delle banche centrali sta nel fatto che può sussistere un'utile

complementarità fra il tipico approccio “dall’alto” di queste ultime e l’approccio “dal basso” più comunemente seguito dagli organi di vigilanza. È una nozione elementare, ma importante, che molte raccomandazioni atte a promuovere un comportamento prudente a livello di singola azienda possono avere effetti indesiderabili qualora un grande numero di istituzioni debba modificare nello stesso modo il proprio comportamento. Tali “fallacie dell’aggregazione” sono ben note nella letteratura macroeconomica.

Sebbene la solidità delle singole istituzioni permanga un fattore chiave della stabilità finanziaria, in particolare nelle economie emergenti, gli accadimenti dell’autunno 1998 hanno messo in rilievo l’importanza crescente che a tale scopo riveste il buon funzionamento dei mercati dei capitali. Un punto centrale è che i mercati possono fornire fonti alternative di finanziamento allorché il credito bancario si esaurisce, e viceversa. Ciò spiega in notevole misura il recente interesse per la creazione di mercati liquidi dei titoli di Stato in molte economie emergenti. Con il tempo questi mercati potrebbero fornire valori benchmark dalla cui presenza trarrebbero vantaggio anche le emissioni obbligazionarie private. I governi di vari paesi industriali sono confrontati con analoghe problematiche inerenti al funzionamento del mercato, in quanto l’ampliarsi dell’avanzo di bilancio riduce il volume di titoli disponibili, rendendo potenzialmente più difficile la gestione del rischio in periodi di tensione finanziaria.

Anche se l’esistenza di mercati finanziari più completi costituisce un bene pubblico, va riconosciuto che tali mercati non sempre funzionano in modo così efficiente come si potrebbe sperare. Un possibile rimedio, che tiene conto dell’interesse dei singoli operatori del mercato, è la maggiore trasparenza. Se gli operatori conoscessero meglio la condizione finanziaria e l’esposizione delle controparti sarebbero meno inclini a disimpegnarsi in situazioni di incertezza. In modo analogo, se i prestatori disponessero di migliori informazioni sul profilo debitorio dei mutuatari sovrani sarebbero forse meno portati a lasciarsi prendere da improvviso panico e a cercare la fuga. Varie iniziative sono in corso per promuovere la trasparenza in entrambe le aree (si veda il Capitolo “Attività della Banca”), che si auspica vengano portate avanti con determinazione.

Per quanto concerne il contributo degli organi di sorveglianza a un migliore funzionamento dei mercati, vi sono evidenti indicazioni secondo cui i mercati stessi stanno divenendo meno atomizzati e potenzialmente più soggetti a comportamenti di tipo gregario, soprattutto in periodi di turbolenza. A queste tendenze possono aver concorso la crescente concentrazione degli operatori, l’applicazione di schemi comuni di gestione del rischio e di regolamentazione, il sempre più frequente impiego di benchmarks e di tecniche di replicazione degli indici, nonché l’utilizzo di informazioni disponibili al pubblico con immediatezza. Quale debba essere l’azione delle autorità di vigilanza di fronte a tali tendenze strutturali sottostanti è però assai meno evidente. Vi è infine la questione più fondamentale di tutte: perché i mercati sono soggetti a reazioni smisurate, non riuscendo così di fatto ad autodisciplinarsi? In un mondo ideale, coloro che spingono i prezzi lontano dai livelli di “equilibrio” subirebbero ben presto perdite allorché i prezzi si muovono nuovamente verso i valori medi. Nel mondo reale, tuttavia, spesso ciò non accade. Dato che simili fallimenti del mercato sono osservabili da sempre, essi potrebbero semplicemente essere

uno dei costi che si devono sopportare per godere dei vantaggi offerti nell'insieme da un sistema economico di mercato.

Il terzo pilastro di un sistema finanziario ben funzionante è l'infrastruttura di base, e segnatamente i sistemi di pagamento e di regolamento, il quadro legale e giudiziario e le metodologie contabili. Nell'area dei sistemi di pagamento molto è stato fatto a partire dagli ultimi anni ottanta. Lo scorso anno il Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento, con sede a Basilea, ha pubblicato un documento a fini consultativi intitolato *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica*. Il compito principale per il futuro è quello di affinare tali principi alla luce dei commenti pervenuti e assicurare che essi vengano validamente attuati in tutti i maggiori mercati finanziari. Se si considera che nei soli paesi industriali tali sistemi trattano un volume giornaliero di operazioni pari a circa \$6 000 miliardi, è imperativo che essi funzionino in modo impeccabile. Quanto all'infrastruttura legale, la sua importanza cruciale è stata posta in chiaro rilievo dalle conseguenze pratiche dell'inadeguatezza del diritto proprietario in Russia e in altre economie in transizione. La crisi nell'Est asiatico ha parimenti messo a nudo talune carenze giuridiche, finora solo in parte colmate. In vari paesi occorre poi che l'applicazione della legislazione esistente divenga più rapida e molto meno arbitraria di quanto non lo sia adesso. Infine, sono stati compiuti significativi progressi verso la definizione di una serie di standard contabili uniformi a livello mondiale. È necessario che questa opera di vitale importanza sia proseguita, portata a compimento e tradotta nella realtà.

## La gestione e la risoluzione delle crisi finanziarie

Sebbene l'adozione di misure preventive possa ridurre l'incidenza delle crisi finanziarie, queste non scompariranno mai del tutto. La scelta del modo migliore di gestire una crisi, al fine di mitigarne i costi macroeconomici e sociali, dipende moltissimo da come essa si manifesta nei processi di mercato. Nondimeno, ciò che accomuna praticamente tutte le crisi è un'improvvisa perdita di fiducia, nonché l'esigenza di valutare prontamente il fabbisogno di liquidità nel sistema e di stabilire in quale maniera esso può essere meglio soddisfatto. Per contro, la risoluzione delle crisi è impresa dai tempi più lunghi, ed essa richiede sovente un certo grado di riduzione del debito. La gestione e la risoluzione delle crisi finanziarie possono avere una dimensione sia nazionale che internazionale, e implicano normalmente la partecipazione tanto dei creditori privati quanto delle autorità pubbliche. Tuttavia, affinché siano evitati rischi di "moral hazard", le seconde dovrebbero essere coinvolte soltanto in ultima istanza, allorché vi sono chiari indizi di fallimenti del mercato o di esternalità.

Peraltro, non si dovrebbe presumere automaticamente che siffatti fallimenti del mercato siano un evento probabile. I mercati finanziari privati, con le loro sempre più strette interconnessioni, hanno la capacità potenziale di disinnescare le crisi, non solo di propagarle. Nell'autunno 1998, ad esempio, allorché molti mutuatari ebbero difficoltà a reperire fondi attraverso i mercati degli strumenti a breve e dei derivati, il mercato interbancario si espanse enormemente, svolgendo un ruolo cruciale nel reincanalare il credito verso chi ne aveva necessità.

Gli operatori privati, e in particolare quelli di grandi dimensioni, il cui modo di agire può influenzare l'intero sistema, tendono a internalizzare tali esternalità (e di fatto, come è avvenuto nel caso del LTCM, possono essere incoraggiati a farlo), e questo dovrebbe condurre a comportamenti più stabilizzanti. Ovviamente, ciò non significa che non sarà mai necessario un coinvolgimento esplicito delle autorità pubbliche, ma piuttosto che queste devono riservarsi il diritto di valutarne discrezionalmente l'opportunità. Questa discrezionalità di giudizio deve applicarsi non soltanto all'eventuale finanziamento d'emergenza alle banche, ma anche, e ancor più, alla possibilità di sostenere i mercati divenuti improvvisamente illiquidi per una qualche ragione imprevista.

Le modalità del coinvolgimento del settore pubblico devono tener conto di due aspetti particolari dei mercati finanziari moderni: la velocità con cui possono intervenire i cambiamenti e la loro dimensione internazionale. Per quel che riguarda il primo aspetto, in futuro sarà particolarmente importante che le varie parti in causa dispongano di linee aperte di comunicazione e di procedure concordate per il loro utilizzo. Quantomeno fra le differenti istanze pubbliche, dovrebbero inoltre essere chiaramente definiti i rispettivi ambiti di competenza. Tale chiarezza è evidentemente necessaria sul piano interno, anche entro l'area dell'euro, ma il principio può parimenti applicarsi a livello internazionale. Un'istituzione finanziaria operante in un dato paese può ben avere radici al di fuori dei confini nazionali, nel qual caso la responsabilità di vigilare sul suo comportamento spetterebbe all'autorità dello Stato di origine. Per giunta, è senz'altro possibile che il fabbisogno di liquidità sia in valuta estera, il che conferirebbe al problema una dimensione del tutto nuova. Quand'anche una banca centrale di un paese fosse disposta ad accrescere la liquidità del sistema nel suo insieme e a ridurre così i tassi d'interesse, ciò sarebbe di scarso aiuto se la carenza di liquidità riguardasse la moneta di un altro paese. Anzi, una manovra di questo tipo potrebbe dimostrarsi controproducente qualora la moneta nazionale si deprezzasse di conseguenza e l'onere per il servizio del debito denominato in valuta estera dovesse aumentare in misura significativa.

Il modo in cui potrebbe essere apportata liquidità internazionale ai paesi emergenti alle prese con problemi di questo tipo è stato ampiamente discusso negli ultimi anni. Non sembra tuttavia che si siano compiuti molti progressi concreti a riguardo di due questioni centrali. La prima è come indurre il settore privato a fornire la liquidità necessaria, sia concedendo una dilazione sui crediti in scadenza, sia erogando nuove risorse, ad esempio per contribuire a finanziare un perdurante disavanzo della bilancia corrente. La dilazione sui crediti può avvenire sotto forma di una sospensione temporanea dei pagamenti, che ha il vantaggio di trattare in modo paritetico tutti i creditori, ma ben difficilmente incoraggia l'erogazione di nuovi fondi. Un'altra possibilità è la "moral suasion", cui si è fatto ricorso di recente nel caso della Corea, ma questo tipo di pressioni finisce per non discostarsi molto dalla coercizione. Un problema che ha assunto crescente importanza è inoltre quello delle modalità di coordinamento di tali finanziamenti. Data la sempre maggiore eterogeneità dei mutuatari nei mercati emergenti e dei prestatori nei paesi industriali, diventa vieppiù difficile stabilire quale istanza, semmai, abbia l'autorità per fare promesse e per darvi quindi seguito. A questo riguardo va detto che quanto più si riuscirà a

convincere gli emittenti obbligazionari a inserire nei prestiti clausole di azione collettiva, tanto maggiore sarà la probabilità di una ristrutturazione ordinata del debito.

La seconda questione riguarda le modalità con cui dovrebbe concretizzarsi la partecipazione del settore pubblico. È infatti necessario riuscire a contemperare l'apporto di liquidità del FMI con il rischio di "moral hazard" che questa assistenza può ingenerare. Una linea di pensiero sostiene che l'accesso alle risorse del Fondo dovrebbe normalmente avvenire per importi inferiori a quelli erogati di recente, e attraverso un numero ridotto di facilitazioni. Secondo questo approccio essenzialmente di tipo "regolamentare" soltanto un accesso limitato ai fondi pubblici sarebbe compatibile con il principio della condivisione degli oneri, e le condizioni per fruire di tale finanziamento dovrebbero essere pubblicamente note a priori. I suoi fautori non escluderebbero la possibilità che vi siano casi, presumibilmente di portata sistemica, in cui le autorità potrebbero giudicare opportuna la concessione di crediti assai maggiori. Verrebbe tuttavia argomentato che in tali casi il procedimento di approvazione dovrebbe essere più formale e restrittivo. La principale contropesi è che ogni crisi è diversa dalle altre e che le soluzioni per gestirla vanno trovate in tempi molto brevi. E ciò richiederebbe semmai una maggiore "discrezionalità" da parte del FMI. In contrasto con l'antinomia fra questi due punti di vista sembra emergere un crescente consenso sul fatto che l'assistenza ufficiale debba essere più strettamente collegata alle iniziative di prevenzione delle crisi, e che vada in qualche modo scoraggiato il ricorso a finanziamenti del Fondo ripetuti e a più lungo termine.

Non meno controverse sono le modalità di risoluzione delle crisi mediante un esplicito sgravio del debito. Due ordini di problemi sono attualmente al centro del dibattito: la ristrutturazione bancaria in un folto numero di economie emergenti e la remissione di debiti in favore di un numero ancora maggiore di paesi molto poveri e pesantemente indebitati. In entrambi i casi dovrebbero applicarsi due principi. Quanto al primo, se la questione di fondo è chi debba sopportare le perdite già verificatesi, questo onere dovrebbe ricadere su coloro i quali vi hanno concorso. I contribuenti non dovrebbero infatti essere chiamati a pagare per le perdite subite da altri, a meno che il rispettivo governo non abbia anch'esso lo status di creditore. Ovviamente gli Stati e gli organismi finanziari internazionali sono i maggiori creditori verso i paesi più poveri e ad essi compete quindi una responsabilità particolare in ordine allo sgravio dell'onere debitorio. Il secondo è che le misure per la risoluzione delle crisi devono essere accompagnate da iniziative volte a evitare crisi future. Pertanto, è necessario che le banche siano non soltanto ristrutturate, ma anche rese efficienti e profittevoli. Allorché sono concesse riduzioni di debito a mutuatari sovrani è essenziale che vengano adottati provvedimenti per assicurare un corretto governo dell'economia e investimenti nelle strutture sanitarie e scolastiche destinate alla generalità della popolazione. La riduzione del debito può in taluni casi costituire una condizione necessaria per risolvere le crisi, ma non è assolutamente sufficiente ad assicurare la prosperità futura.

L'esperienza ormai acquisita è sufficientemente ampia da permettere di azzardare alcuni suggerimenti aggiuntivi in merito alla ristrutturazione bancaria.

Quello forse più importante è che in prima istanza si dovrebbero sempre tentare soluzioni a livello di settore privato. Anche le istituzioni tecnicamente insolventi possono conservare un valore commerciale capace di attirare l'interesse di potenziali acquirenti, e talvolta persino apporti di capitale modesti possono fare una grande differenza. Tuttavia, le incorporazioni societarie devono avere un senso economico; la dimensione non fornisce di per sé alcuna garanzia di sopravvivenza. E le banche estere dovrebbero essere partecipi di questo processo, in quanto esse apportano know-how e tecnologia, oltre che capitale. Pare inoltre esservi il crescente riconoscimento che la definizione di chiari criteri per l'intervento dei poteri pubblici può essere utile al fine di evitare atteggiamenti di eccessiva tolleranza, e che questo intervento deve conformarsi a taluni principi, ossia essere tempestivo, organico, non connotato politicamente, trasparente e, soprattutto, risolutorio.

Che si tratti della promozione della stabilità finanziaria o della gestione e risoluzione delle crisi, è relativamente facile formulare raccomandazioni e stabilire principi per una prassi corretta. Ben più ardua è la messa in pratica di buone politiche. Molti ostacoli si frappongono all'attuazione delle misure necessarie: inerzia, interessi politici e oligopolistici, leggi e procedure giudiziarie spesso inadeguate, funzionari pubblici sottoqualificati (e talvolta sottopagati). Questi fattori sono presenti in tutti i paesi, ma appaiono particolarmente rilevanti nelle economie emergenti. Per contrastarli è necessario creare gli incentivi ad agire nel modo giusto: disciplina di mercato, sorveglianza, assistenza tecnica e finanziaria esterna e, soprattutto, un'accresciuta consapevolezza del proprio interesse. I benefici che derivano da un settore finanziario efficiente e purtuttavia solido sono inestimabili. Essi valgono lo sforzo considerevole che può richiedere il loro conseguimento.