

## I. Introduzione: un improvviso cambiamento delle sorti economiche?

Lo sviluppo più significativo nel periodo sotto rassegna è stato il brusco rallentamento dell'economia statunitense, iniziato nella seconda metà dello scorso anno. Sebbene una decelerazione fosse da tempo prevista, e persino auspicata, la sua repentinità è stata rimarchevole per una serie di ragioni. Essa è parsa segnare la fine, o per lo meno una pausa significativa, della decennale espansione mondiale che ha visto l'economia USA svolgere un ruolo sproporzionato, quantunque benvenuto (Capitolo II). Tale decelerazione è stata accompagnata da una palese interruzione della ripresa in Giappone, nonché da un rallentamento in molte economie emergenti (Capitolo III) e, seppure in misura considerevolmente minore, anche in Europa. Ed essa ha costituito un'amara disillusione per quanti avevano sperato che una "nuova economia" basata sulla tecnologia informatica avrebbe fatto sì che i cicli delle scorte e le marcate fluttuazioni della spesa per investimenti appartenessero ormai al passato.

A spiegazione di questo capovolgimento globale degli eventi sono stati prontamente chiamati in causa i "soliti sospetti". I prezzi del petrolio avevano registrato forti rialzi, con ripercussioni sulla spesa di molte economie emergenti ancor più pronunciate che su quella dei paesi industriali. I tassi d'interesse a breve erano stati innalzati in tutte le maggiori economie industriali sia per fronteggiare incipienti spinte inflazionistiche sia, come nel caso del Giappone, per ripristinare un più normale corso delle politiche in presenza di taluni segnali di ripresa economica. Un certo ruolo è stato attribuito anche ai mercati finanziari, giacché ovunque gli indici azionari della nuova economia avevano subito un calo sostanziale rispetto ai massimi toccati nel marzo 2000. Le condizioni creditizie mondiali si erano a loro volta inasprite, in modo disuguale ma persistente nel corso dell'anno, specie nei confronti dei mutuatari con più basso merito di credito. In siffatte condizioni, un certo rallentamento della spesa era considerato naturale e addirittura opportuno in paesi che operavano a livelli di pieno impiego della capacità produttiva. E lo stesso può dirsi per un'inversione della precedente tendenza all'inasprimento monetario nei paesi maggiormente interessati dal rallentamento. Guardando alla storia economica del dopoguerra, tutto ciò potrebbe essere considerato come un'evoluzione normale.

Eppure, era presente al tempo stesso il timore che fossero in gioco forze meno usuali. A taluni osservatori è parso che la precedente fase espansiva presentasse alcune caratteristiche dei cicli antecedenti la prima guerra mondiale; un raffronto inedito ma forse non inappropriato, se si considera l'ininterrotta avanzata della deregolamentazione finanziaria e della globalizzazione che ha connotato gli ultimi decenni. Così come in occasione di passate rivoluzioni

tecnologiche – canalizzazione, ferrovie, elettrificazione, automobile – vi è stato un netto aumento nella connessa accumulazione di capitale che, nel presente ciclo, ha favorito soprattutto i settori della tecnologia informatica e delle telecomunicazioni. A tale accumulazione si è aggiunta, rafforzandone l'effetto, un'impennata dei corsi azionari che ha stimolato un'abbondante offerta di capitale di rischio a basso costo. Per giunta, con un'inflazione in genere modesta o calante, i tassi d'interesse reali si sono mantenuti a livelli relativamente bassi. Sebbene queste tendenze siano state evidenti soprattutto negli Stati Uniti, altri paesi hanno in varia misura condiviso esperienze analoghe. La conseguente percezione di una vulnerabilità globale, ove i benefici attesi non si fossero concretizzati, ha probabilmente concorso alla disponibilità di molte banche centrali ad abbassare i tassi d'interesse allorché la Riserva federale ha avviato una fase insolitamente aggressiva di allentamento monetario nel gennaio di quest'anno (Capitolo IV).

Un'altra e benefica caratteristica degli ultimi anni di espansione, riscontrabile anche durante tutto il periodo in esame, è la quiescenza dell'inflazione a livello aggregato. In numerosi paesi, sia emergenti sia industriali, le misure dell'inflazione di base hanno reagito in maniera inaspettatamente moderata alle pressioni derivanti dai bassi tassi di disoccupazione, dal deprezzamento del cambio e dai più alti prezzi petroliferi. In parte, ciò è il risultato dell'aumento della capacità produttiva, specie nel settore manifatturiero, generato dal precedente lungo periodo di massicci investimenti. Ma sono intervenuti anche altri fattori, come la deregolamentazione dei mercati dei prodotti, la globalizzazione degli scambi di beni e servizi, la restrizione fiscale e la crescente credibilità degli obiettivi antinflazionistici delle banche centrali. Tutto ciò ha contribuito all'emergere di un "mercato del compratore", che ha agito nel senso di frenare l'inflazione e di mantenerla bassa.

Ovviamente, data la maggiore viscosità dei prezzi in generale, gli shock, come il rincaro del petrolio, dovevano essere assorbiti in altro modo per evitare che venissero intaccati i profitti. Ciò è stato realizzato con successo per gran parte del periodo in esame. Negli Stati Uniti, nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone gli incrementi dei salari nominali sono stati sorprendentemente contenuti, rispecchiando il migliorato funzionamento dei mercati del lavoro nei primi due casi, l'incertezza dell'impiego e le condizioni depresse nell'ultimo. Inoltre, a livello dell'intera economia mondiale si è potuto osservare un circolo virtuoso di moderazione salariale conseguente alla moderazione dei prezzi. Infine, negli anni più recenti vi sono stati incrementi significativi della produttività del lavoro, specie negli Stati Uniti, che hanno contribuito a frenare i prezzi senza comprimere i profitti. Nondimeno, in molti paesi le prospettive sul fronte dei profitti si sono deteriorate drasticamente negli ultimi trimestri, e ne hanno risentito in particolare i settori della nuova economia in tutto il mondo. Ciò ha concorso in misura sostanziale al peggioramento delle condizioni nei mercati finanziari, che ha poi cominciato a retroagire sui livelli dell'attività economica globale.

Un altro aspetto recente della globalizzazione in atto è la facilità con cui gli ampi divari nei saggi di risparmio nazionali hanno trovato contropartita nei flussi internazionali di capitali. Lo scorso anno negli Stati Uniti il risparmio

netto del settore privato in rapporto al PIL è sceso al disotto di -6% (con una flessione di 12 punti percentuali dal 1992), mentre in Giappone esso è salito a quasi il 9%. Sebbene una certa compensazione sul piano interno sia provenuta dai bilanci pubblici, gli squilibri dei conti correnti sono rimasti rilevanti e hanno potuto essere finanziati attraverso massicci afflussi di capitali negli Stati Uniti, che hanno assunto sempre più spesso la forma di acquisti azionari e di investimenti diretti esteri. Più in generale, un'analogha divergenza nella dinamica del risparmio è osservabile se si confrontano le economie asiatiche ed europee ad alta propensione al risparmio con quelle dell'emisfero occidentale. Anche in questo caso, gli investimenti diretti esteri hanno svolto un ruolo importante, specie in America latina, nel finanziamento dei disavanzi della bilancia corrente.

I flussi di capitale verso gli Stati Uniti e altri paesi sono stati in parte sospinti da una ricerca di diversificazione e dall'aspettativa di rendimenti superiori alla media. Peraltro, come effetto secondario essi hanno fornito un energico sostegno al dollaro USA (Capitolo V), che è servito a sua volta a tenere a freno le spinte inflazionistiche. Il fatto che il dollaro sia rimasto forte anche dopo la comparsa di chiari segni di rallentamento economico negli Stati Uniti può significare che, a giudizio del mercato, si trattava solo di un'interruzione temporanea prima che si riaffermasse il potenziale di crescita della nuova economia. Un'ulteriore spiegazione potrebbe essere la crescente rilevanza che veniva attribuita al ruolo di bene rifugio della moneta di riserva, specie in presenza di sistemi fiscali e bancari considerati solidi, a mano a mano che aumentavano le incertezze circa le prospettive dell'economia mondiale. Resta da vedere se queste ipotesi e valutazioni troveranno conferma nel tempo.

Non tutti i paesi con esigenze di finanziamento esterno hanno avuto vita altrettanto facile. In aggiunta ad altre cause, i perduranti squilibri della finanza pubblica in Argentina e i problemi di fondo del settore bancario in Turchia hanno innescato forti pressioni sui tassi d'interesse e sul cambio, sfociate nel secondo paese in un brusco deprezzamento della moneta. A fine aprile, gli effetti di contagio prodotti da questi avvenimenti erano relativamente esigui. Non solo il grado di leva finanziaria nel sistema era minore che in occasione di crisi precedenti, ma anche i mercati finanziari internazionali hanno mostrato di saper distinguere sempre meglio fra differenti gradi di rischio creditizio (Capitolo VI). È probabile che abbia influito in certa misura anche il fatto che molti regimi di cambio con ancoraggio aggiustabile siano stati sostituiti da una qualche forma di fluttuazione amministrata.

Nel periodo sotto rassegna sono state intraprese varie iniziative per promuovere sistemi finanziari internazionali più solidi. Si è potuto osservare come molti paesi emergenti abbiano compiuto costanti sforzi, spesso tradottisi nel perseguimento di prassi ottimali concordate a livello internazionale, per migliorare i propri sistemi finanziari e dei pagamenti. Inoltre, la più agguerrita concorrenza e il processo di consolidamento all'interno dei settori finanziari dei paesi industriali hanno focalizzato in misura crescente l'attenzione dei responsabili delle politiche. Vi è stata una maggiore consapevolezza delle molteplici difficoltà che storicamente hanno accompagnato i rapidi cambiamenti finanziari e la connessa espansione del credito (Capitolo VII). La regolare

valutazione di tali vulnerabilità operata dagli organi ufficiali è motivo di soddisfazione, ma ovviamente non garantisce in alcun modo che il problema delle ricorrenti crisi finanziarie sia stato risolto.

## Clima di mercato, prezzi delle attività finanziarie e sviluppi macroeconomici

Sebbene la comunanza di episodi traumatici e le interdipendenze di natura reale e finanziaria abbiano sempre più permeato l'economia mondiale, anche sviluppi specifici correlati a un particolare clima o umore di mercato nelle principali aree geografiche hanno continuato a svolgere un ruolo molto importante. In nessun altro paese gli andamenti economici sono stati più spettacolari che negli Stati Uniti, dove la crescita del PIL si è accelerata fino a toccare quasi il 6% nel primo semestre 2000 sotto l'influsso di una vivace spesa in consumi e di un ulteriore forte aumento degli investimenti fissi delle imprese. Entrambi sono stati favoriti in buona parte dal precedente vigore dei mercati azionari che ha accresciuto la ricchezza delle famiglie, riducendo in pari tempo i costi di finanziamento delle imprese. Un ulteriore contributo è derivato dall'agevole accesso al credito fornito da una crescente varietà di fonti, molte delle quali estere. Alla base di tutto ciò vi era una sensazione di benessere alimentata dal convincimento che la nuova tecnologia informatica e delle telecomunicazioni avesse accelerato su base permanente il ritmo di crescita sia della produttività sia dei profitti.

Purtuttavia, con il procedere dell'anno sono emerse indicazioni che i rischi si stavano accumulando. Il Nasdaq ha ceduto e ha continuato a scendere, così come hanno fatto, in misura più contenuta, altri indici. Di conseguenza, la ricchezza nominale delle famiglie negli Stati Uniti è addirittura diminuita lo scorso anno, per la prima volta nel periodo postbellico. Viceversa, le passività e gli oneri per il servizio del debito delle famiglie, in rapporto al loro reddito disponibile, sono saliti quasi a livelli record, mentre il saggio di risparmio privato è sceso sempre più al disotto dello zero. Sebbene a livello aggregato il debito del settore societario sia ulteriormente calato rispetto ai massimi storici, la situazione delle imprese minori si è fatta più problematica. Infatti, le banche hanno imposto standard creditizi molto più stringenti, il finanziamento sul mercato obbligazionario è risultato talora quasi inaccessibile a prenditori di qualità non bancaria e anche le condizioni dei crediti di fornitura per le apparecchiature tecnologiche sono divenute più restrittive.

Nel quarto trimestre le vendite finali sul mercato interno degli Stati Uniti hanno registrato un brusco rallentamento che ha interessato tutti i comparti, ed è calata sensibilmente anche la fiducia dei consumatori. I profitti rilevati sono diminuiti, e in rapida successione sono seguiti annunci di risultati scadenti. A ciò si è aggiunto il crescente riconoscimento che l'azione di fattori reversibili poteva aver gonfiato gli utili iscritti a bilancio e annacquato il valore delle azioni: il rialzo dei corsi aveva incoraggiato sospensioni dei contributi pensionistici, il crescente impiego di stock options aveva creato benefici fiscali per le imprese e un potenziale annacquamento del capitale azionario, l'impiego di azioni ordinarie per acquisizioni effettuate a rapporti prezzo/utigli gonfiati

aveva ulteriormente ridotto il valore detenuto dagli azionisti delle imprese acquirenti. Nondimeno, i più favorevoli indicatori economici hanno successivamente rafforzato la convinzione di quanti si aspettavano che il rallentamento dell'economia sarebbe stato solo temporaneo. In particolare, nel primo trimestre 2001 il decumulo delle scorte è stato molto maggiore del previsto. Inoltre, la spesa in consumi ha tenuto sorprendentemente bene, se si considerano gli annunci di dismissioni di manodopera e l'ulteriore deteriorarsi della fiducia dei consumatori.

L'improvviso cambiamento nella situazione congiunturale degli Stati Uniti si è tradotto in una svolta insolitamente rapida nell'indirizzo di politica monetaria. In linea generale, sia la precedente fase restrittiva sia le successive manovre distensive rispondevano all'obiettivo di moderare il ciclo economico, continuando nello stesso tempo a perseguire la stabilità dei prezzi interni. Tuttavia, data la crescente importanza dei prezzi delle attività finanziarie negli Stati Uniti e la loro dipendenza dal clima di fiducia, la Riserva federale si è trovata esposta a vincoli significativi, ancorché impalpabili, nelle sue scelte operative. In particolare, era quanto mai vitale che il taglio dei tassi non venisse giudicato né troppo esiguo né troppo grande: se troppo esiguo, vi era il rischio che la spesa non riprendesse quota; se troppo grande, la conseguenza poteva essere l'euforia dei mercati finanziari, ovvero il panico qualora gli operatori avessero avuto la sensazione che la Riserva federale era a conoscenza di cose ad essi ignote. In definitiva, il primo sostanziale allentamento operato in gennaio ha contribuito a una netta distensione delle condizioni creditizie, che la successiva manovra ha consentito di mantenere. Fortuna ha anche voluto che un altro potenziale fattore vincolante per la volontà della Riserva federale di allentare la politica monetaria, ossia una recrudescenza dell'inflazione interna, non si sia sostanzialmente verificata nella misura in cui ci si poteva attendere, dati i precedenti aumenti dei prezzi dell'energia e la più recente accelerazione dei costi unitari del lavoro.

L'economia giapponese è rimasta nel complesso debole, pur mostrando un profilo trimestrale simile a quello osservato negli Stati Uniti. Mentre in quest'ultimo paese la fede nella nuova tecnologia aveva sorretto un certo ottimismo di fondo nonostante il rallentamento nel secondo semestre dello scorso anno, un diverso clima psicologico è prevalso in Giappone. Il paese ha continuato a risentire degli effetti prodotti dallo scoppio della "bolla" speculativa del decennio precedente: eccesso di capacità nell'industria e bassi profitti, decrescenti valori delle attività e cronica debolezza del settore finanziario. Inoltre, data la perdurante incapacità delle autorità di affrontare in modo risoluto tali problemi, il disappunto dell'opinione pubblica per la situazione presente era alimentato dal convincimento che il futuro non avrebbe apportato nulla di nuovo.

Nel primo semestre 2000 la produzione industriale in Giappone è temporaneamente aumentata, di riflesso ai recuperi segnati negli Stati Uniti e in Asia. Ciò ha generato un rialzo sia dei profitti sia degli investimenti, specie nel settore informatico. Tuttavia, con l'attenuarsi dello stimolo esterno e divenendo più palesi gli effetti del precedente rafforzamento dello yen, questa fonte di speranza è svanita. Per contro, i consumatori hanno mostrato un

atteggiamento esitante durante tutto il periodo. Avendo subito in precedenza cospicue perdite di ricchezza, nutrendo dubbi sulla situazione dei fondi pensionistici non capitalizzati e vedendosi minacciati sia sul fronte dei redditi che su quello dell'occupazione con il graduale procedere delle ristrutturazioni industriali, i consumatori erano più propensi a risparmiare che a spendere. I decrescenti prezzi al dettaglio, in parte dovuti a positivi sviluppi dal lato dell'offerta, possono avere ulteriormente incoraggiato questo atteggiamento di attesa.

I responsabili della politica economica, da parte loro, hanno sfruttato i pur modesti margini di manovra di cui potevano ancora disporre. La politica del tasso d'interesse zero è stata interrotta per breve tempo allorché le condizioni economiche parevano migliorare nel corso dell'estate, per poi essere ripristinata di fatto sotto forma di un obiettivo quantitativo esplicito per le riserve libere delle banche. Nello stesso tempo, la Banca del Giappone ha dichiarato che questa politica sarebbe stata mantenuta finché i prezzi al consumo non avessero cessato di scendere. Ci si attendeva che questo impegno avrebbe contribuito a sostenere il ragguardevole e propizio calo dei tassi a più lungo termine nella seconda metà dell'anno. Un ulteriore stimolo all'economia è provenuto dalla politica fiscale, anche se i suoi effetti sono stati progressivamente indeboliti dalla crescente consapevolezza che gli investimenti in perdita e le garanzie statali si sarebbero infine tradotti in un sostanziale onere per i contribuenti.

Le speranze che la crescita lenta negli Stati Uniti e in Giappone sarebbe stata compensata da un'accelerazione in altre aree non si sono realizzate che in parte. Alla stessa stregua degli Stati Uniti, negli altri principali paesi anglofoni l'espansione è proseguita a velocità preoccupantemente sostenuta nel primo semestre dell'anno, ma la maggior parte di essi ha fatto registrare in seguito una brusca decelerazione, alla quale si sono accompagnati tagli dei tassi d'interesse. Solo il Regno Unito ha tenuto testa alla tendenza cedente, sebbene anche in questo caso i tassi ufficiali siano stati infine ridotti in considerazione dell'evoluzione prospettica.

Né è intervenuta la sperata accelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro, benché il rallentamento della crescita sia stato se non altro meno pronunciato che altrove. Beneficiando di una domanda interna relativamente robusta, grazie alla crescente fiducia dei consumatori indotta dall'aumento eccezionalmente rapido dell'occupazione, l'Europa continentale è parsa per un certo tempo schermata dagli andamenti in altre aree. Ciò nonostante, è mancata una decisa inversione nella tendenza calante dell'euro in atto da due anni. Tale debolezza, insieme ai più alti prezzi del petrolio, ha inoltre contribuito a sospingere temporaneamente l'inflazione al consumo al di sopra dell'obiettivo della BCE per la stabilità dei prezzi. Quando, verso la fine del periodo sotto rassegna, gli indicatori hanno segnalato una crescita in rallentamento e prospettive inflazionistiche leggermente migliori, vi è stato infine un cauto allentamento da parte dell'Eurosistema. In effetti, dato il recente passato di austerità di bilancio, è stato persino possibile ad alcuni paesi europei operare riduzioni delle imposte. Benché questi tagli fossero originariamente motivati da considerazioni strutturali, i loro effetti di domanda promettevano un benefico sostegno alle future prospettive di crescita.

Nel 2000 le economie emergenti hanno conseguito un tasso medio di crescita reale del 6%. Inoltre, tutte le principali regioni e quasi tutte le maggiori economie hanno condiviso l'espansione. Tuttavia, sono emersi progressivamente vari segni di tensione, e i corsi azionari hanno subito flessioni ad ampio raggio, sulla scia del cedimento del Nasdaq. Anche le esportazioni hanno mostrato una tendenza al rallentamento, quantunque parzialmente compensata in alcuni paesi da una crescente domanda interna.

Gli ordinativi dall'estero di prodotti elettronici sono diminuiti ovunque, ma in modo particolare nell'Est asiatico. Tuttavia, gli effetti di rimbalzo sui tassi di cambio sono stati molto più contenuti che nel 1997. Hanno contribuito a ciò la tendenza verso la fluttuazione del cambio, le bilance commerciali generalmente in attivo, le abbondanti riserve valutarie e una dipendenza molto minore dagli afflussi di capitali a breve. Cina e India, essendo tuttora economie relativamente chiuse, sono risultate meno esposte a influssi esterni, anche se sul piano interno entrambe hanno continuato a dover fronteggiare difficoltà derivanti da una proprietà statale ancora molto estesa e dai connessi problemi di bilancio. In America latina il perdurante insuccesso dell'Argentina nel porre sotto controllo i disavanzi pubblici ha sollevato interrogativi circa la sua capacità di onorare il servizio del debito e l'eventuale esigenza di una sua ristrutturazione. Di conseguenza, i differenziali sulle obbligazioni argentine hanno superato temporaneamente i 1000 punti base e quelli applicati ad altri mutuatari sovrani hanno parimenti iniziato ad aumentare. In altri paesi della regione un'accelerazione della crescita ha innescato pressioni inflazionistiche che, pur essendo ben lontane dai parametri storici, hanno indotto alcune banche centrali a inasprire la politica monetaria. Inoltre, prescindendo dai paesi produttori di petrolio, hanno destato crescente preoccupazione i ripetuti ampi disavanzi commerciali registrati da taluni paesi dell'America latina e dell'Europa centrale, nonché la loro eventuale esposizione nel caso in cui la fiducia degli investitori esteri dovesse cominciare a vacillare.

## Le risposte alla fragilità finanziaria

Le ricorrenti crisi degli ultimi vent'anni hanno fornito una prova evidente di come i problemi presenti nel sistema finanziario possano generare turbative macroeconomiche e amplificarne grandemente i costi. Alcune carenze riguardano singole istituzioni, altre il funzionamento dei mercati e altre ancora le specificità del sistema finanziario globale. Non sorprende, dati i timori per le possibili disparità di trattamento e gli effetti di contagio, che negli ultimi anni i governi abbiano compiuto notevoli sforzi per individuare i punti deboli nel sistema finanziario e porvi rimedio. Con l'emergere di dubbi sul perdurare dell'espansione economica mondiale, tali sforzi hanno assunto nuova rilevanza.

Alcune delle vulnerabilità finanziarie messe in luce nel periodo sotto rassegna non sono affatto nuove. Prima fra tutte, la mancanza di una sufficiente volontà di risanare a fondo il sistema aziendale e bancario giapponese. In effetti, il consentire la fusione di grandi banche senza richiederne la ristrutturazione è equivalso a preservare lo status quo. Del pari, l'estensione degli schemi di assicurazione dei depositi e i rinnovati tentativi del governo di

sostenere i decrescenti corsi azionari possono avere disincentivato le banche dall'adottare esse stesse decise misure di ristrutturazione. Il fatto che la vigilanza delle istituzioni finanziarie sia migliorata e che siano stati imposti standard contabili nuovi e più stringenti ha compensato solo in parte queste più generali carenze. In altri paesi dell'Est asiatico la ristrutturazione del settore finanziario è generalmente proseguita, ma in molti casi non abbastanza rapidamente e in profondità. Nell'insieme, non è stata ancora ripristinata la redditività dei sistemi bancari, e l'espansione del credito bancario è rimasta debole. Nell'Europa centrale e nell'America latina è continuata la tendenza verso una maggiore presenza delle banche estere. Da un lato, ciò era ben visto in quanto ci si attendeva che il loro apporto di capitale, tecnologia e competenze manageriali avrebbe contribuito a rafforzare la stabilità finanziaria locale. Dall'altro, in alcuni paesi vi era il timore che alle istituzioni estere mancassero la volontà e le conoscenze specifiche necessarie per il finanziamento di imprese locali minori.

Alcune delle altre cause di inquietudine manifestatesi nel periodo in esame erano per loro natura meno concrete. Nonostante gli alti livelli reddituali e patrimoniali, vi era il sospetto che le banche di alcuni dei paesi più avanzati nel ciclo economico avessero involontariamente assunto posizioni creditorie più rischiose. Il fatto che gli accantonamenti per perdite su crediti fossero bassi era uno dei motivi alla base di tale sospetto. Un'ulteriore causa di preoccupazione, specie in Europa, era l'ingente volume di prestiti consorziali a favore di società di telecomunicazione, essendo divenuto meno probabile che tali prestiti sarebbero stati rimborsati in tempi brevi con i proventi della vendita di attività, con offerte pubbliche iniziali e con emissioni obbligazionarie. Preoccupazioni analoghe sono sorte in connessione con le difficoltà incontrate da alcuni emittenti nel rinnovare carta commerciale in scadenza, difficoltà che potevano implicare l'utilizzo di linee standby negoziate in precedenza con le banche. In entrambi i casi l'inquietudine è stata accentuata dalla sorprendente velocità con cui alcune società che beneficiavano in precedenza di rating elevati sono state declassate al rango di prenditori di qualità non bancaria.

Parzialmente in risposta a tali sviluppi, le banche di molti paesi industriali hanno inasprito su vasta scala i loro standard creditizi, e a ciò si è accompagnato un ampliamento generalizzato degli spreads sui mercati degli strumenti negoziati. Tuttavia, contrariamente a episodi precedenti, i timori circa il merito di credito delle istituzioni finanziarie non hanno pregiudicato il funzionamento o la liquidità dei mercati finanziari. In certa misura, ciò è dovuto all'atteggiamento di maggior cautela che le principali società di intermediazione avevano assunto nei confronti di elevate esposizioni di negoziazione.

Le iniziative a più lungo termine volte a promuovere un sistema finanziario più solido sono state portate avanti con determinazione. Particolarmente rilevante e meritevole è il lavoro svolto dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, in stretta collaborazione con le autorità di vigilanza dei mercati emergenti e il settore privato, nell'elaborare un Accordo sui requisiti patrimoniali più sensibile al rischio. Maggiori dettagli su questo lavoro e sui contributi di altri gruppi e comitati con sede a Basilea sono riportati nel capitolo sulle "Attività della Banca". Inoltre, sotto l'egida del Forum per la stabilità finanziaria

sono stati compiuti ulteriori progressi nell'elaborazione di standard che possano contribuire alla stabilità finanziaria e nella diffusione di raccomandazioni attinenti ai problemi connessi con le istituzioni ad alto grado di leva, i centri finanziari offshore e i flussi internazionali di capitali. Tuttavia, è sul piano dell'applicazione di standard internazionali che sono stati fatti i maggiori passi avanti, grazie all'azione del FMI e della Banca mondiale che hanno accresciuto notevolmente l'attenzione per tali questioni prestata in loco sia dai mercati emergenti sia dai paesi industriali. La presa di coscienza dei problemi può sembrare soltanto un passo verso la loro soluzione; si tratta nondimeno di un passo importante.

Alcuni limitati progressi sono stati anche compiuti verso il superamento delle disparità di opinione sulle procedure appropriate da applicare alla gestione e risoluzione delle crisi di liquidità e del debito di mutuatari sovrani. Tali problematiche sono tornate alla ribalta in occasione del recente sostegno fornito dal Fondo all'Argentina e alla Turchia. Vi sono stati inoltre vari esempi nel periodo in esame che indicano come la ristrutturazione del debito sovrano, almeno per quanto riguarda le obbligazioni emesse da paesi minori, potrebbe essere gestita con maggior successo di quanto ci si attendesse in passato se vi fosse la volontà di accogliere clausole di "uscita" e di "azione collettiva" negli esistenti contratti obbligazionari. Poiché sembra essere aumentata la possibilità di pervenire a soluzioni ordinate con una forte partecipazione del settore privato, queste esperienze potrebbero essere servite a loro volta a spostare l'ago della bilancia, anche se solo di poco, in favore di un approccio meno interventista alle crisi debitorie sovrane.