

## VIII. Conclusioni: prepararsi ad eventuali forze avverse

Guardando in retrospettiva al periodo sotto rassegna, si scorgono motivi di notevole soddisfazione. Considerate le sollecitazioni e le tensioni cui è stata sottoposta l'economia mondiale, la sua performance avrebbe potuto essere molto peggiore. Determinante a questo riguardo è stata una serie di aggressive politiche macroeconomiche di stimolo, unitamente a un settore finanziario irrobustito dalle riforme strutturali. In prospettiva, tuttavia, occorre tener ben presenti due considerazioni. Sebbene in parte riconducibili a eventi imprevisi, i risultati effettivi in termini di crescita, utili e occupazione ci hanno condotto a ritmi di sviluppo inferiori a quelli che molti si attendevano. Ne conseguirà per alcune economie l'esigenza di rivedere coerentemente verso l'alto i piani di risparmio. Inoltre, non vi sono garanzie che le aspettative odierne, ancorché più moderate, si realizzino. Permangono notevoli rischi e incertezze, che metteranno seriamente alla prova le nostre conoscenze per quanto riguarda sia i processi economici sia le politiche appropriate.

Intorno alla metà dello scorso anno molti osservatori pronosticavano ancora un rapido recupero dell'economia globale. Oggi le aspirazioni appaiono più contenute: lo scenario dominante prefigura una ripresa insolitamente modesta dopo quella che, in taluni paesi, è stata una flessione insolitamente blanda. Nondimeno, il processo che dovrebbe sorreggere tale ripresa è sempre quello tradizionale. Il forte decumulo delle scorte osservato in molti paesi si arresta, o registra persino una parziale inversione. La risposta sul piano della produzione fa innalzare il reddito e la fiducia dei consumatori e, di conseguenza, la spesa delle famiglie. Allorché migliorano a loro volta i profitti, aumentano gli investimenti, sostenendo una ripresa e una crescita durature. Le forze avverse che potrebbero originare da difficoltà nel settore finanziario vengono trattate come cosa di poco conto.

Ed è proprio su quest'ultimo punto che vanno posti i quesiti, poiché gli ultimi anni sono stati, anche prescindendo dagli shock, tutt'altro che normali. L'espansione economica degli ultimi anni novanta – contrassegnata da un boom del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti fissi, specie nei paesi anglofoni – è stata indubbiamente tutt'altro che normale. L'inversione è stata innescata più dal crollo dei profitti e degli investimenti che non da un'inflazione in forte ascesa e da corrispondenti contromisure di politica monetaria. Una circostanza, anch'essa, tutt'altro che normale. E la stessa svolta discendente è stata tutt'altro che normale, per due importanti aspetti. La crescita dei consumi in molti paesi, ma in particolare negli Stati Uniti, si è mantenuta su livelli considerevolmente elevati nonostante la decelerazione economica. Fortunatamente, ciò vale anche per la crescita della produttività. Questi aspetti atipici portano a chiedersi come e in che misura gli andamenti del recente passato possano condizionare il futuro, per il meglio o per il peggio.

Rispondere a tali interrogativi non è facile. Una corretta proiezione implica anzitutto la comprensione del modo in cui le sorti dell'economia reale influenzano lo stato di salute del sistema finanziario. Si ipotizzi, ad esempio, una vigorosa ripresa dell'economia mondiale. Quali effetti avrebbe sulle aspettative inflazionistiche e sui rendimenti obbligazionari? Al contrario, quale sarebbe l'impatto di una ripresa solo modesta su profitti già bassi e su prezzi azionari già elevati? Come potrebbe ognuno di questi scenari alternativi influire quindi sulla stabilità delle istituzioni finanziarie? E ancora, continuando la sequenza logica, in qual modo i mutamenti di queste variabili finanziarie potrebbero a loro volta ripercuotersi sull'economia reale, stante una situazione di partenza che vede anche il debito a livelli insolitamente elevati? La verità è che la nostra comprensione di ciascun nesso causale è limitata, e la possibilità di interazioni imprevedute fra queste varie forze rende la nostra conoscenza ancor più limitata. Gli eventi potrebbero di fatto prendere una piega abbastanza positiva, rafforzandosi vicendevolmente, così come evolvere in maniera alquanto intricata. Un saggio consiglio sarebbe quello di sperare nella prima ipotesi ma prepararsi alla seconda, come si dirà in seguito.

I risultati futuri saranno condizionati sia da eventi impreveduti sia dalle scelte di politica economica. Per quanto concerne i primi, alcuni timori hanno più rilevanza di altri. Nuove azioni terroristiche potrebbero pregiudicare la fiducia e limitare consumi e investimenti, oltre che colpire un settore assicurativo già provato. Un allargamento del conflitto in Medio Oriente e le conseguenti turbative nell'offerta di petrolio potrebbero far lievitare i prezzi, intaccando ulteriormente il potere di acquisto nella maggior parte dei paesi. Le attuali tensioni commerciali potrebbero acuirsi, a detrimento di tutti, ma soprattutto dei poveri. Non è tuttavia escluso che da altri eventi impreveduti possano scaturire effetti molto benefici. Le opportunità offerte dalle moderne tecnologie sono ben lungi dall'essere sfruttate appieno, e questo vale anche per i paesi più progrediti. Il diffondersi dei guadagni di produttività degli Stati Uniti ad altre economie imprimerebbe ovunque una spinta alla crescita. E la ricerca di nuove tecnologie d'avanguardia e delle connesse applicazioni finirà col dare grossi frutti.

Mentre la bilancia delle possibilità sembra ancora pendere dal lato negativo, va nondimeno rilevato che i responsabili delle politiche dispongono di considerevoli mezzi sia per prevenire sviluppi avversi sia per smorzarne l'impatto sull'economia qualora dovessero concretizzarsi. Le guerre commerciali non sono inevitabili, e la tentazione di impiegare il petrolio come arma politica può essere contrastata. Le tendenze di fondo dell'inflazione sono per lo più favorevoli, e negli ultimi anni sono stati compiuti notevoli progressi verso il risanamento fiscale. Ne è conseguito un maggiore spazio di manovra per le politiche macroeconomiche. Gli eventi recenti testimoniano inoltre dell'accresciuta resilienza del sistema finanziario. In sintesi, se le prospettive future possono dare adito a preoccupazioni, esse mostrano altresì alcuni aspetti rassicuranti.

## Fattori che condizionano le prospettive economiche

Un aspetto positivo che ha caratterizzato l'ultimo decennio è stata la quiescenza dell'inflazione a livello mondiale. Questa circostanza è particolarmente degna di nota nei paesi in cui il cospicuo deprezzamento del cambio, contrariamente a quanto ci si sarebbe potuto attendere, non si è trasmesso ai prezzi interni. In misura non trascurabile, ciò è dipeso dall'accresciuta credibilità delle banche centrali sia dei paesi industriali sia di quelli emergenti. Esse mostrano oggi un più risoluto impegno nel ridurre l'inflazione e nel mantenerla a livelli bassi. Le aspettative inflazionistiche incorporate nei contratti salariali e di altra natura paiono essere divenute più lungimiranti e meglio ancorate, e quindi meno propense a reagire ad aumenti di prezzo straordinari.

Pur essendo motivo di legittimo orgoglio per i banchieri centrali, questo migliore andamento dell'inflazione rispecchia pure un altro fattore di lungo periodo, ossia la tendenza del potenziale di offerta dell'economia mondiale ad aumentare più rapidamente che in passato. Vi ha concorso la liberalizzazione economica in un ampio novero di paesi, non ultime la Corea e la Cina. Insieme a una strategia di crescita orientata alle esportazioni, questi sviluppi hanno contribuito a ridurre ovunque il potere delle imprese nel fissare i prezzi. Le innovazioni tecnologiche, specie negli Stati Uniti, e la loro rapida diffusione hanno inoltre esercitato un impatto significativo sulla dinamica della produttività. La liberalizzazione finanziaria ha generato ulteriori stimoli dal lato dell'offerta, quantunque non sempre nella direzione auspicabile. Nuovi progetti potenzialmente profittevoli hanno trovato facili finanziamenti, ma ciò è accaduto anche per molte altre iniziative. Alla luce dei fatti, non vi è dubbio che molti degli investimenti nel settore delle tecnologie informatiche non si riveleranno mai redditizi, e in buona parte questa capacità eccedente attende ancora di essere interamente ammortizzata. Tutti i cennati fattori restano in gioco, e taluni si vanno persino rafforzando. Tenuto anche conto della perdurante debolezza della domanda in Giappone e in alcuni paesi dell'Europa continentale, ciò implica che le tendenze globali dei prezzi di beni e servizi oggetto di interscambio sono destinate a rimanere deflazionistiche, sebbene gli aumenti dei salari interni e dei prezzi petroliferi rappresentino ancora una potenziale fonte di spinte inflazionistiche nel breve termine.

In tale contesto, i paesi anglofoni hanno di fatto agito come importatori di ultima istanza su scala mondiale per buona parte dello scorso decennio. I tassi d'interesse sono stati mantenuti relativamente bassi negli Stati Uniti, anche quando l'espansione economica aveva raggiunto una durata senza precedenti. Sia gli investimenti delle imprese che la spesa delle famiglie hanno registrato una rapida crescita, e in entrambi i settori ciò è stato in ampia misura finanziato mediante l'indebitamento. L'esempio più recente a tale riguardo, conseguenza anche delle riduzioni dei tassi d'interesse attuate dal gennaio 2001, è stato il netto incremento dei prestiti ipotecari e l'aumento ancor più marcato del rifinanziamento di tali prestiti in molti paesi. I fondi raccolti paiono essere stati per lo più impiegati per mantenere i consumi su livelli eccezionalmente alti durante la fase contrattiva.

Ma la questione importante che si pone ora è in che misura i vincoli di bilancio verranno a pesare sui futuri programmi di spesa. Da un lato, in diversi paesi anglofoni l'indebitamento delle famiglie e delle imprese appare assai elevato in rapporto, rispettivamente, al reddito disponibile e al cash flow. A meno di un significativo recupero dei profitti, tali vincoli e l'ampio eccesso di capacità potrebbero ostacolare il rilancio degli investimenti. Si aggiunga che il margine per ulteriori rifinanziamenti ipotecari è molto più basso, e lo stock dei beni di consumo durevoli acquistati di recente molto più alto. Dall'altro, gli oneri per il servizio del debito sembrano ancora gestibili e il rapporto fra passività e attività rimane relativamente contenuto. Tuttavia, entrambi questi indicatori più positivi sono destinati a deteriorarsi qualora i tassi d'interesse risalgano a livelli più usuali. Nel valutare quando e con quale rapidità vada innalzato il saggio d'interesse, presumendo che perduri l'attuale fase di ripresa, può essere opportuno tener conto della potenziale fragilità dei bilanci.

Stando alle esperienze del recente passato, le sorti a breve termine del resto del mondo continueranno a essere fortemente condizionate dagli sviluppi nei paesi anglofoni, specie negli Stati Uniti. I legami commerciali mondiali, la crescente integrazione dei mercati dei capitali e il notevole aumento delle fusioni e acquisizioni transatlantiche orientano sempre più l'Europa continentale nella stessa direzione delle economie nordamericane. Nondimeno, permangono anche buone possibilità che gli andamenti assumano un profilo diverso. Ad esempio, con l'importante eccezione delle società telecom, in Europa vi sono molte meno indicazioni degli squilibri del debito cui si è accennato in precedenza. Anche i livelli di profitto sono stati preservati relativamente bene e, fatto salvo ancora una volta il settore delle telecomunicazioni, non sembra esservi la situazione di sovrainvestimento osservata altrove di recente. Ciò che invece preoccupa di più riguardo al settore societario europeo sono le pressioni al rialzo sui salari. Alla luce del contesto competitivo globale, esse sembrano destinate più a comprimere l'occupazione e il potenziale di crescita che non a gonfiare i prezzi.

In Giappone lo stato dei bilanci societari si presenta assai meno favorevole. Il debito del settore privato resta molto alto rispetto agli standard internazionali, anche se le società nipponiche di maggiori dimensioni sono riuscite in parte a ristrutturare e rimborsare le proprie passività. Esse hanno inoltre registrato un recupero dei profitti, grazie all'aumento dei proventi da esportazioni indotto dalle maggiori vendite all'estero e dall'indebolimento dello yen. Tuttavia, per la stragrande maggioranza delle imprese minori operanti in un'economia ancora relativamente chiusa si perpetua una situazione in cui gli utili sono anemici e gli eccessi di capacità la regola. La spesa dei consumatori ha proceduto a ritmi moderati, ma la crescente disoccupazione e il deteriorarsi della fiducia potrebbero ulteriormente raffrenarla.

Anche le prospettive per le economie di mercato emergenti saranno fortemente condizionate dagli andamenti nel mondo industrializzato. In linea generale, l'Asia sembra destinata a conseguire risultati molto migliori dell'America latina in termini di crescita e di inflazione; dal canto loro, le economie europee in transizione dovrebbero situarsi in una posizione intermedia. Certo, il contesto relativamente favorevole nei paesi asiatici

rispecchia sia la dimensione sia la struttura del settore dei beni oggetto di scambio. Per le economie latino-americane il rischio più grosso proviene forse dal versante esterno. Qualora i flussi finanziari dovessero esaurirsi, in conseguenza di un'accresciuta avversione al rischio o dell'instabilità politica interna, occorrerebbe ridurre i disavanzi di parte corrente mediante adeguati tagli alla spesa. Ciò potrebbe rivelarsi doloroso, come si è visto nel caso dell'Argentina e, prima ancora, della Turchia. Ma se quest'ultimo paese sembra ora avviato su un sentiero di recupero, nonostante un'inflazione tuttora elevata e la perdita di competitività, le prospettive per l'Argentina appaiono quanto mai incerte.

Un altro importante interrogativo riguardante il futuro è la misura in cui le difficoltà e gli squilibri dello stesso settore finanziario globale possano frenare un'incipiente ripresa. Una prima serie di constatazioni induce all'ottimismo. Sebbene le banche dei paesi industriali abbiano per lo più subito un certo deterioramento nella qualità dei loro impieghi, l'incidenza dei crediti problematici sembra destinata a rimanere ben al disotto della punta massima toccata nei primi anni novanta. Ciò è dovuto principalmente al fatto che in molti paesi i mutui concessi a fronte di immobili commerciali hanno avuto un andamento assai più moderato nell'ultimo ciclo che in quello precedente. Il finanziamento speculativo connesso con la "nuova era" non è stato fornito in prevalenza da banche, bensì dai mercati azionari e obbligazionari, quando non è stato erogato direttamente sotto forma di credito di fornitura o di venture capital. Nel settore finanziario anche il saggio di redditività del capitale è stato ben preservato, nonostante il recente calo dei proventi dell'attività di investment banking; la maggioranza delle banche appare adeguatamente capitalizzata. In sintesi, nella gran parte dell'area industriale i vincoli patrimoniali all'offerta di credito bancario non paiono costituire un grosso ostacolo alla crescita futura.

A fronte di questi aspetti positivi resta il fatto che non tutte le istituzioni finanziarie godono di ottima salute. È noto che il sistema bancario giapponese è afflitto da gravi problemi (si veda più avanti). Inoltre, vi sono indicazioni secondo cui talune banche dell'Europa continentale sarebbero divenute più riluttanti a concedere credito, soprattutto alle imprese di minori dimensioni, mostrandosi nel contempo meno riluttanti a stralciare dal bilancio i prestiti inesigibili. Presumibilmente a ciò non è estraneo il giudizio dei mercati azionari sull'inadeguatezza delle tradizionali strategie di affidamento. Occorre altresì rilevare che sul settore assicurativo mondiale ha pesato il calo dei redditi da investimenti seguito alla contrazione dei tassi d'interesse e dei corsi azionari. Si aggiunga che le compagnie di assicurazione generale sono state colpite da una serie di calamità naturali, nonché dagli eventi dell'11 settembre 2001, e che alcune società – sia di assicurazione che di riassicurazione – hanno evidenziato una certa tendenza a compensare questi andamenti sfavorevoli spostandosi verso aree inesplorate quali i derivati creditizi. Allo stadio attuale, è difficile valutare in che misura questa tendenza possa averle esposte a nuovi rischi significativi.

I mercati finanziari hanno finora dato prova di notevole solidità. Tuttavia, restano non pochi aspetti critici. Se gli accresciuti prezzi azionari e il valore del dollaro sono da tempo fonte di preoccupazione, più recenti sono invece i

timori circa i rincari delle abitazioni e la sostenibilità del finanziamento sui mercati obbligazionari mondiali. Nell'uno o nell'altro ambito non sono da escludere importanti mutamenti, che potrebbero verosimilmente ripercuotersi in modo negativo sulle prospettive economiche globali.

Nei settori delle tecnologie, dell'informazione e delle comunicazioni la correzione dei prezzi azionari è già stata drastica, e vi è da sperare che il peggio sia passato. In altri, le flessioni sono state consistenti, anche se sulla scorta dei parametri convenzionali le valutazioni in termini aggregati, specie negli Stati Uniti, appaiono ancora alquanto elevate. Questa constatazione è valida non solo rapportando tali valutazioni agli utili recenti, ma anche impiegando le stime dei profitti futuri basate su analisi a livello di singola impresa. Per giunta, come notato in precedenza, queste stime appaiono piuttosto ottimistiche se inquadrare nel più ampio contesto macroeconomico. Un'altra incertezza concerne l'eventualità di nuove rettifiche al ribasso degli utili, in conseguenza del lungo periodo durante il quale i risultati contabili sembrano essere stati pesantemente manovrati. Potrebbero rendersi necessarie più incisive svalutazioni degli investimenti di qualità deteriorata, nonché integrazioni dei fondi pensionistici. La vicenda Enron evidenzia la possibilità che emergano altri casi di profitti manipolati. Fortunatamente, appare improbabile una generalizzata perdita di fiducia, vista in particolare la prospettiva di perduranti incrementi di produttività.

I prezzi delle abitazioni hanno di recente suscitato inquietudini, e non soltanto a causa del loro alto livello rispetto alle grandezze fondamentali. In rapporto al reddito disponibile, essi si avvicinano ai livelli massimi in alcuni paesi, anche se non in tutti. Ugualmente degno di nota è il fatto che i prezzi degli immobili residenziali sono cresciuti rapidamente in molte economie e sembrano svolgere un ruolo centrale e forse insostenibile nel sorreggere i consumi. Negli Stati Uniti le tendenze recenti sono state alimentate dal sempre più facile accesso ai prestiti ipotecari, compresi quelli delle agenzie di emanazione governativa, e dal netto calo delle commissioni richieste per il loro rifinanziamento. Si teme che la conseguente dilatazione dell'indebitamento possa rendere vulnerabili molti mutuatari qualora insorgano difficoltà economiche.

Coloro che da lungo tempo guardano al dollaro con pessimismo – basandosi soprattutto sull'entità del disavanzo corrente degli Stati Uniti – sono stati ripetutamente smentiti dalla sua forza. Le spiegazioni di volta in volta fornite a riguardo di tale forza si sono rivelate carenti alla luce dei fatti. Con tutta probabilità, la spiegazione finora più convincente si basa sulla combinazione di due fattori: un'elevata redditività attesa degli investimenti negli Stati Uniti, legata alla più rapida crescita della produttività, e la scelta strategica relativamente recente delle società europee di rafforzare la loro presenza su scala mondiale. In pratica, questa ricomposizione del portafoglio richiedeva come primo passo un ingresso sul più grande mercato globale, gli Stati Uniti. Fino a poco tempo fa i flussi di capitale dall'Europa agli Stati Uniti assumevano prevalentemente la forma di investimenti azionari diretti e di portafoglio. Lo scorso anno, tuttavia, questi sono stati rimpiazzati in larghissima parte da acquisti di titoli obbligazionari, lo strumento meno

rischioso tradizionalmente preferito dagli investitori giapponesi e di altri paesi asiatici. Ancor più di recente, forse per effetto delle perdite subite sui precedenti investimenti USA, persino questi flussi sono diminuiti, mentre è cresciuto l'interesse degli investitori americani per le opportunità offerte dai mercati europei.

Visti i precedenti in materia di pronostici al riguardo, sembrerebbe arrischiato fare congetture sulle conseguenze di questi ultimi sviluppi. Pur considerando la recente debolezza del dollaro, sarebbe semplicistico estrapolare tout court questa dinamica nel futuro. Tuttavia, è un fatto puramente aritmetico che ogni anno in cui gli Stati Uniti accusano un ampio disavanzo corrente il debito esterno aumenta. E qualora gli Stati Uniti registrassero la ripresa più vigorosa fra i principali paesi industriali, come oggi molti si attendono, questa legge dei numeri farebbe sentire ancor più i suoi effetti. Anche la circostanza che numerosi portafogli d'investimento, sia pubblici che privati, appaiano pesantemente sbilanciati verso il dollaro potrebbe fornire un certo margine per una loro ricomposizione, ove apparisse definitivamente conclusa la fase di forza della valuta USA. L'Europa dispone ora di mercati finanziari in euro che eguagliano per molti importanti aspetti quelli statunitensi. I tentativi di coprire le posizioni in dollari potrebbero parimenti influire sul valore interno delle attività denominate in tale moneta, specie se il prezzo di queste ultime fosse ritenuto di per sé elevato.

L'ultimo motivo generale di preoccupazione in quest'area attiene ad alcuni dei lati negativi dei moderni mercati finanziari. Il più evidente è che l'accesso a molteplici fonti di credito può favorire il sovraindebitamento. L'esperienza insegna che i consumatori, le imprese e persino i soggetti sovrani non sempre sono buoni giudici della loro capacità di assicurare il servizio del debito. Né lo sono, del resto, i loro prestatori. Infine, come dimostrano chiaramente le attuali difficoltà dell'Argentina, ciò che appare gestibile in determinate circostanze potrebbe non esserlo in altre.

Un problema strettamente correlato è che i mercati sono soggetti a improvvisi mutamenti di umore, i quali possono tradursi in comportamenti gregari e in un repentino prosciugarsi della liquidità in settori cruciali. La sempre maggiore concentrazione dei mercati finanziari, pur comportando forse una migliore gestione complessiva del rischio, può nondimeno essere fonte di preoccupazione. Ad esempio, i principali mercati dei derivati OTC sono dominati da un novero assai ristretto di imprese il cui merito di credito è andato calando. E non è rassicurante il fatto che le menzionate agenzie federali statunitensi si affidino a queste poche imprese per la complessa attività di copertura contro il rischio di mercato, e in particolare quello insito nella facoltà di rimborso anticipato dei prestiti ipotecari. Gli enormi volumi di transazioni richieste, in un mercato in cui le strategie dei partecipanti appaiono per lo più simili e prevedibili, sono potenzialmente in grado di provocare movimenti di prezzo destabilizzanti. Oltre a ciò, un cambiamento sostanziale nelle condizioni di uno soltanto di questi operatori potrebbe avere implicazioni di vasta portata per i mercati finanziari nel loro insieme. E questo problema rischia di essere aggravato dalla sempre più marcata tendenza dei grandi intermediari a operare fra di loro.

Infine, occorre porsi un ulteriore quesito inerente al mercato, di natura più congiunturale: i mercati obbligazionari continueranno a riservare ai prenditori, compresi quelli di qualità secondaria, la stessa buona accoglienza mostrata nel recente passato? Ad eccezione dei titoli più rischiosi, gli spreads sono rimasti su livelli piuttosto contenuti. Presumibilmente, ciò rispecchia l'opinione secondo cui l'atteso recupero dell'economia è destinato a ridurre notevolmente le probabilità di insolvenza. Se questa opinione dovesse cambiare, tuttavia, i mutuatari pubblici e privati potrebbero facilmente trovarsi di fronte a condizioni di mercato tali da rendere ancor meno probabile una robusta ripresa.

## Politiche e iniziative a sostegno di una crescita durevole

Quali che siano i processi economici in atto a un dato momento, politiche e iniziative appropriate possono migliorare le prospettive future. Grazie ad esse è possibile innalzare i trend di crescita, nonché ridurre la variabilità del ciclo e far sì che le crisi finanziarie siano meno frequenti e meno acute. A questo fine hanno un contributo da dare sia la politica macroeconomica sia la politica macroprudenziale, intendendo per quest'ultima l'azione diretta a rafforzare la stabilità finanziaria. Anche le riforme strutturali possono svolgere un ruolo importante, non soltanto accrescendo l'efficienza dei mercati, ma altresì sgombrando il terreno dal disordine economico e finanziario lasciato dalle crisi precedenti, un aspetto questo che continua a essere problematico in più di un paese.

### *Regimi di cambio e politiche macroeconomiche*

Prima di parlare delle politiche macroeconomiche è opportuno prendere in esame i sistemi di cambio nel cui contesto esse si trovano a operare. Sono sempre meno numerosi i paesi emergenti che optano per un regime di parità fissa o aggiustabile, e ciò per buone ragioni. Tali regimi propiziano le speculazioni destabilizzanti e le crisi, come si è visto di recente in Turchia e in Argentina. Inoltre, essi incoraggiano i residenti locali a indebitarsi in valuta estera, solitamente a tassi d'interesse inferiori, cosicché il settore delle imprese e potenzialmente lo stesso sistema finanziario sono esposti a enormi perdite nel caso in cui la moneta nazionale finisca per deprezzarsi. Sebbene l'opzione preferita sia la libera fluttuazione, un'alternativa potrebbe essere l'aggancio immutabile a un'altra più importante valuta, oppure la creazione di una moneta regionale. Alla luce del pieno successo dell'introduzione dell'euro, tali problematiche sono ora più seriamente dibattute nelle economie in transizione e nella quasi totalità dei paesi emergenti. A prescindere dai possibili vantaggi sul piano macroeconomico, vengono sempre più spesso riconosciuti i costi microeconomici che comporta una moltitudine di valute distinte.

I paesi che scelgono di lasciar fluttuare la propria moneta non possono ignorare in pratica l'andamento del suo valore esterno. In effetti, appare chiaro dalle recenti esperienze che molte economie emergenti hanno deciso di amministrare la fluttuazione in modo alquanto attento. Un motivo ovvio è che il tasso di cambio incide sui prezzi interni. In questi casi la raccomandazione



logica sarebbe di impiegare la politica monetaria non tanto per controllare il cambio in sé, quanto per moderarne i movimenti allo scopo di conseguire un certo obiettivo di inflazione interna. Ma il problema può facilmente complicarsi. Vi è infatti la possibilità che il rapporto di cambio non risponda nei modi previsti alla manovra dei tassi ufficiali, una possibilità questa che appare realistica a giudicare dal comportamento delle tre principali valute negli ultimi anni. Oppure possono sorgere giustificati timori per altri effetti connessi con le variazioni del cambio, come le conseguenze sulla competitività e sulla stabilità finanziaria, o il rischio di condizioni di mercato perturbate e di spirali perverse sfocianti in una crisi. Questi timori sarebbero in realtà più legittimi nelle economie emergenti che in quelle industrializzate. In siffatte circostanze sarebbe opportuno considerare altri strumenti. Questi andrebbero, in ordine ascendente di ingerenza, dagli interventi verbali e dagli interventi effettivi sul mercato valutario fino a misure cogenti per limitare la speculazione e i movimenti di capitale. Indipendentemente dalla strategia adottata, si dovrebbe tenere debitamente conto dei costi di più lungo periodo che comporta l'interferire nei processi di mercato, nonché spiegare chiaramente al pubblico i motivi che giustificano ciascuna delle scelte.

Il compito più impegnativo per le autorità monetarie durante il passato decennio è stato quello di conseguire e mantenere una bassa inflazione. Tale compito è stato assolto con notevole successo, e da ciò è conseguita una migliore performance economica ovunque. Al tempo stesso, tuttavia, questa situazione propizia comporta nuove sfide, di cui i responsabili delle politiche hanno crescente consapevolezza. La prima sfida concerne la scelta del momento appropriato per inasprire le condizioni monetarie. La seconda riguarda invece la manovra di allentamento, e in particolare i vincoli posti dalla soglia zero dei tassi d'interesse nominali.

Si consideri dapprima la questione dell'inasprimento monetario. Se è vero che le aspettative inflazionistiche sono maggiormente ancorate agli obiettivi ufficiali di inflazione, sussiste anche il rischio che eventuali squilibri di fondo fra la domanda e l'offerta si accumulino gradualmente senza essere avvertiti. A un certo punto potrebbero affiorare pressioni inflazionistiche tali da richiedere forse una risposta della politica monetaria più decisa di quanto non sarebbe stato altrimenti necessario. Una situazione di questo tipo ha più probabilità di verificarsi se gli incrementi rilevati dal lato dell'offerta risultassero poi essere un fenomeno puramente transitorio dovuto, ad esempio, a un temporaneo rafforzamento del tasso di cambio o ad un ribasso non duraturo del prezzo dei prodotti primari. Ovviamente, nulla di tutto ciò costituirebbe un problema pratico per la politica monetaria se le banche centrali potessero contare su affidabili misure di grandezze quali il tasso di crescita potenziale e il tasso naturale di disoccupazione. Ma purtroppo così non è.

Una diversa e forse più probabile complicazione attinente all'inasprimento monetario può sorgere allorché i tassi di inflazione e di interesse sono bassi e il livello di fiducia è alto. In queste circostanze il ricorso al capitale di prestito si fa più allettante. Esso può anche diventare più facile, con il pericolo che l'espansione del credito acceleri fortemente, riverberandosi potenzialmente

sui mercati delle attività, sulla ricchezza e sulla spesa. Il minore costo del capitale potrebbe altresì indurre un aumento degli investimenti, che contribuirebbe esso stesso al mantenimento di una bassa inflazione. Ma, se la spesa dovesse poi vacillare, ne conseguirebbe un periodo di offerta eccedente e fors'anche di deflazione, con possibili effetti di retroazione sul sistema finanziario. Un ciclo "boom and bust" di questo genere si è verificato in Giappone verso la fine degli anni ottanta e nel Sud-Est asiatico durante la seconda metà del decennio successivo. In entrambi i casi non vi era inflazione manifesta, eppure è sopraggiunta la crisi.

È assai più facile descrivere queste problematiche che indicare la linea d'azione appropriata. L'innalzamento dei tassi d'interesse in assenza di palesi spinte inflazionistiche è una decisione ardua – sia che nel contempo i prezzi delle attività salgano rapidamente sia che ciò non avvenga – e questo per due buoni motivi. Primo, date tutte le incertezze concernenti l'economia e i parametri di valutazione, vi sono forti probabilità che in entrambe le situazioni l'inasprimento monetario si riveli poi una scelta sbagliata. Secondo, sarebbe estremamente difficile convincere l'opinione pubblica e i politici della necessità di una tale manovra. D'altra parte, se l'economia sta effettivamente sviluppando un ciclo "boom and bust", quanto più a lungo si consente all'espansione di proseguire, tanto più gravose saranno le conseguenze ultime.

Il modo in cui allentare la politica monetaria quando l'economia si sta indebolendo e il livello dell'inflazione è già basso solleva altre interessanti questioni, dato il forte rischio che si determini una situazione deflazionistica. Poiché i tassi d'interesse ufficiali non possono scendere al disotto dello zero, la deflazione fa aumentare i rendimenti reali. Ciò acuisce il problema in misura direttamente proporzionale all'entità del debito in essere cui si applica la formula dell'interesse composto.

Alcuni propugnerebbero un allentamento monetario molto deciso proprio per impedire una deflazione. I pericoli aggiuntivi derivanti dall'alto livello del debito, di particolare rilevanza per le scelte di politica economica nei paesi di lingua inglese, sono un ulteriore elemento in favore di un tale approccio. Altri raccomanderebbero invece una manovra più misurata nel perseguire il medesimo obiettivo. La finalità tattica sarebbe quella di creare l'aspettativa che i tassi continuino a calare e rimangano poi bassi. Ciò favorirebbe la diminuzione dei rendimenti a lungo termine, stimolando così la spesa. Questa logica può valere in gran parte dell'Europa continentale, dove i tassi a lunga rivestono tradizionalmente una maggiore importanza e al momento attuale vi è un minore eccesso di capacità produttiva che frena gli investimenti. Un ulteriore argomento a sostegno della cautela fu evocato per la prima volta negli anni trenta. Se il problema è quello di un ciclo "boom and bust", la presenza di tassi d'interesse molto bassi potrebbe ostacolare il necessario processo di eliminazione della capacità eccedente. Ovviamente, questo argomento viene ad assumere assai minor peso se vi sono altri meccanismi – come un'efficace giurisdizione fallimentare e istituzioni bancarie vigili – atti ad assicurare che le imprese problematiche siano comunque ristrutturate.

In tali circostanze dovrebbe essere concretamente presa in considerazione l'opportunità dell'azione di politica fiscale. La nozione principale che discende

dall'analisi keynesiana è che quando la manovra monetaria si dimostra sempre meno in grado di ottenere gli effetti desiderati, la politica fiscale può comunque svolgere un ruolo importante. D'altra parte, l'inavveduta gestione della spesa pubblica durante i più recenti decenni è anch'essa fonte di importanti insegnamenti.

In primo luogo, anche la forma che assume lo stimolo fiscale ha rilevanza. In Giappone, ad esempio, i massicci investimenti pubblici nelle infrastrutture regionali durante l'ultimo decennio sono andati in gran parte sprecati. Di fronte all'accumularsi di passività future senza la contropartita di attività, non sorprende che i consumatori giapponesi, i quali sono al tempo stesso contribuenti, siano rimasti alquanto cauti. Un riorientamento della spesa in favore di schemi assicurativi contro la disoccupazione e di altri ammortizzatori sociali potrebbe notevolmente facilitare i cambiamenti strutturali di cui il paese ha ora così disperatamente bisogno.

In secondo luogo, è necessario che la politica fiscale sia improntata alla prudenza in tempi normali, così da beneficiare di maggiore flessibilità in tempi meno normali. In molti paesi industriali, ma specialmente nell'Europa continentale, i governi non hanno dato prova di accortezza a questo riguardo, soprattutto se si considerano nella loro totalità i futuri oneri previdenziali. In Asia i costi fiscali aggiuntivi della ristrutturazione bancaria potrebbero far salire gli indici del debito a livelli pericolosamente elevati. A complemento di questo richiamo alla prudenza può essere espressa un'altra raccomandazione. Se per ragioni congiunturali si rendesse necessaria una dilatazione del deficit, a questa si dovrebbe accompagnare un piano di medio periodo inteso a ripristinare gradualmente l'equilibrio fiscale. In effetti, norme di legge in questo senso sono state varate in diversi paesi emergenti.

#### *Riforme strutturali e macroprudenziali*

In molti paesi le prospettive di una crescita più rapida e meno variabile verrebbero migliorate anche dall'ulteriore perseguimento delle riforme strutturali. In Giappone le principali difficoltà provengono da ostacoli di fondo al ripristino di adeguati livelli di profitto. Questo problema sarà di non facile soluzione. Nell'Europa continentale, benché il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni sia migliorato più di quanto molti non pensino, vi è ancora molta strada da fare prima che la realtà dei cambiamenti corrisponda alla promessa politica del vertice di Lisbona. Purtroppo, la prossimità delle elezioni in alcuni paesi, congiuntamente alla resistenza opposta dalle organizzazioni sindacali, ha concorso negli ultimi tempi a rallentare i necessari progressi. Un analogo commento – recenti progressi significativi, ma di gran lunga inadeguati – si può fare per la Cina, l'India, la Russia e tutta una serie di altri paesi emergenti. La realtà è che le riforme strutturali sono intrinsecamente difficili. I governi devono infatti impegnarsi su tempi lunghi e fare i conti con una forte opposizione da parte di interessi costituiti.

Le politiche volte a migliorare l'efficienza e la stabilità del sistema finanziario sarebbero parimenti di grande ausilio nel promuovere una crescita durevole. In molti paesi il principale compito consiste nel rimuovere le anomalie lasciate in retaggio dalle precedenti crisi finanziarie o da un lungo

periodo di erogazione del credito distorta e troppo a buon mercato. Dopo anni di esitazioni, le autorità giapponesi hanno appena iniziato ad affrontare i problemi strutturali che affliggono i settori societario e bancario. Le recenti istruttorie speciali sui crediti di dubbio esito compiute dalla Financial Services Agency si dimostreranno fruttuose se indurranno le banche ad astenersi dal concedere prestiti a mutuatari non solvibili. Ciò determinerebbe a sua volta, attraverso i meccanismi di mercato, una ristrutturazione nel settore delle imprese che affronterebbe il problema di fondo dei profitti inadeguati. Tuttavia, il riconoscimento delle perdite potrebbe anche evidenziare l'insufficiente base patrimoniale di alcune banche giapponesi, e con essa la necessità di una qualche forma di ulteriore intervento pubblico. Qualora giudicassero probabile una tale evenienza, le autorità dovrebbero preparare fin d'ora l'opinione pubblica a un possibile aumento del disavanzo di bilancio. In assenza di questi miglioramenti sul piano interno, in Giappone una ripresa economica mondiale non avrebbe che un effetto palliativo.

Sfortunatamente, problemi analoghi derivanti da passati errori paiono persistere in un certo numero di paesi emergenti. Ad esempio, in Messico l'espansione del credito interno non si è mai ripresa dalla crisi del 1994; anche in diverse economie asiatiche, fra cui in particolare l'Indonesia, si osserva un fenomeno analogo. Se ciò è dovuto a vincoli dal lato dell'offerta, in quanto banche ancora deboli si rifiutano di concedere crediti a imprese ancora deboli, tali forze frenanti potrebbero senz'altro ridurre le prospettive di ripresa economica. Questo vale a maggior ragione per la Turchia, e ora per l'Argentina, paese che in passato vantava uno dei più robusti sistemi bancari dell'America latina. Naturalmente, va altresì notato che progressi considerevolmente maggiori paiono essere stati compiuti in paesi quali la Corea e la Malaysia. Un'attenta considerazione della loro esperienza, nonché degli insegnamenti tratti dalle passate ristrutturazioni nei paesi nordici, potrebbe senz'altro essere proficua per altri.

Le misure adottate per rimediare agli errori finanziari passati devono andare di pari passo con gli sforzi tesi a evitarne di nuovi. Come si è detto nell'Introduzione, sono stati intrapresi molti passi utili per rafforzare i singoli settori finanziari, il funzionamento dei mercati e l'infrastruttura che sorregge il sistema finanziario globale. Nondimeno, un certo numero di iniziative e di processi già in atto deve ancora giungere a compimento. Sono inoltre emerse nuove proposte che meritano attenzione da parte sia delle autorità sia degli operatori privati.

Fra le iniziative che attendono una conclusione figura in primissimo piano il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale. Suo obiettivo è migliorare la stabilità dei sistemi bancari nazionali ridefinendo i requisiti patrimoniali minimi, rafforzando il ruolo degli organi di vigilanza e promuovendo la disciplina di mercato. La principale modifica in ordine ai coefficienti patrimoniali è che il capitale prescritto sarà collegato in modo molto più diretto al profilo di rischio complessivo della banca. Questo passo opportuno, anzi inevitabile, riflette la tendenza generale dei mercati finanziari a valutare in modo più efficiente il prezzo dei rischi di ogni genere. Per la loro misurazione è proposto l'impiego di varie metodologie, differenziate in funzione del grado di sofisticatezza della

gestione del rischio. I requisiti patrimoniali sono inoltre concepiti in modo da incentivare le banche a passare da forme relativamente rudimentali a metodi più affinati di valutazione del credito. Tuttavia, il Nuovo Accordo non contiene alcuna disposizione che costringa le banche, specie nelle economie emergenti, ad adottare metodologie più complesse fintantoché esse non si sentano in grado di farlo.

Il Nuovo Accordo è stato oggetto di ampie consultazioni con autorità di vigilanza ed esponenti del settore bancario di tutto il mondo. Per questo motivo alla sua definizione si lavora da anni. Le consultazioni proseguiranno nel 2003, mentre la piena attuazione è prevista per il 2006, affinché sia le banche sia gli organi di vigilanza abbiano a disposizione un sufficiente periodo preparatorio. In merito a varie questioni aperte è tuttora in corso un intenso dibattito, ma nella maggior parte delle aree l'accordo su come procedere appare a portata di mano.

Un aspetto problematico di carattere più generale concerne l'intrinseca prociclicità di sistemi finanziari basati sul mercato e il modo in cui il Nuovo Accordo potrebbe influire su di essa. Come si è detto nel capitolo precedente, spesso le condizioni creditizie si allentano nella fase ascendente del ciclo, per farsi poi restrittive allorché l'economia inizia a flettere. Così è sempre stato, anche con l'Accordo vigente. Nondimeno, è stato espresso il timore che questa tendenza possa essere accentuata dal Nuovo Accordo. L'impiego di coefficienti patrimoniali sensibili al rischio migliora senz'altro la valutazione relativa dei differenti crediti. Tuttavia, una valutazione che può variare in termini relativi può anche modificarsi in valore assoluto nel corso del tempo. Ciò comporta la possibilità che i requisiti patrimoniali si riducano nei periodi di alta congiuntura e quindi aumentino nuovamente nelle fasi recessive, con effetti prociclici sul credito bancario.

Il Comitato di Basilea sta esaminando questo aspetto con grande attenzione, nella consapevolezza che il pilastro del controllo prudenziale possa svolgere un ruolo significativo a tale riguardo. In diversi paesi viene inoltre considerata l'adozione di sistemi di accantonamento prospettici o dinamici. Ma forse il maggiore incoraggiamento proviene dal fatto che, grazie al processo avviato dal Comitato di Basilea, la cultura della gestione del rischio appare molto migliorata ed è verosimilmente destinata a migliorare ancora. Un elemento cruciale di questa nuova cultura del rischio sarebbe il riconoscere in modo più sistematico che il futuro può essere diverso dal passato, che i cicli hanno carattere ricorrente e che i buoni crediti possono facilmente deteriorarsi. In analogia a quanto detto più sopra in merito alla prudenza fiscale, sarebbe auspicabile che le banche accumulassero capitale nei periodi favorevoli per potervi attingere nei momenti difficili. Così facendo, verrebbero ad attenuarsi notevolmente i timori di una più marcata prociclicità finanziaria.

Altre opportunità e altre sfide scaturiranno dal processo di liberalizzazione finanziaria, a livello sia interno sia esterno, che appare ormai ben avviato in molte economie emergenti. Fra i vantaggi dovrebbero figurare una migliore qualità dei servizi finanziari, più elevati livelli di risparmio e una maggiore efficienza nell'allocazione delle risorse reali. Dalle reiterate crisi finanziarie degli ultimi decenni si possono tuttavia trarre anche alcuni insegnamenti

pratici. È importante il modo in cui viene attuata la liberalizzazione, soprattutto per quanto concerne i movimenti di capitale. Inoltre, lo stesso periodo di transizione può essere particolarmente carico di insidie.

Oltre che al rafforzamento dei sistemi bancari, nei paesi emergenti dovrebbe essere assegnata un'alta priorità allo sviluppo dei mercati finanziari interni. Ciò faciliterebbe la conduzione della politica monetaria e contribuirebbe a evitare l'insorgere di strette creditizie nel caso in cui il settore bancario venisse a trovarsi in difficoltà. La presenza di mercati interni più sviluppati significherebbe che esistono alternative praticabili al finanziamento esterno, il quale ha spesso portato i mutuatari ad assumere esposizioni pericolosamente elevate in valuta estera. Gli afflussi di capitali di questo tipo possono avere altre conseguenze macroeconomiche sgradite, come ha ben messo in evidenza la crisi asiatica. Infine, potrebbero essere proposte misure per migliorare il funzionamento dei mercati finanziari nei paesi industriali. Ma è forse meglio esaminare tali questioni nel contesto di tre episodi critici di cui è più vivo il ricordo.

### Alcuni insegnamenti tratti dalle crisi più recenti

Le vicende con le implicazioni di più vasta portata per i mercati finanziari sono state indubbiamente quelle attinenti alla disfunzione del governo d'impresa nella Enron e, come emerso in seguito, in varie altre società. Da questo evento paiono potersi ricavare due principali insegnamenti, entrambi purtroppo non nuovi. Il primo è che un alto grado di leva finanziaria è pericoloso, nonché facilmente dissimulabile. Nondimeno, persino nel caso della Enron sarebbe stato possibile accertare l'entità dell'esposizione se soltanto qualcuno avesse posto le domande giuste. Il problema è che nessuno lo ha fatto, presumibilmente perché le cose sembravano andare per il meglio e perché formulare domande appropriate richiede sempre un duro lavoro. Purtroppo, poco si può fare contro questa riluttanza, insita nella natura umana, ad andare al fondo delle cose.

Il secondo insegnamento può tradursi in proposte più concrete. I conflitti di interessi rischiano di compromettere gravemente il processo del governo societario. Nel caso della Enron e di altre imprese esistevano vari livelli di controllo, e praticamente in ognuno di essi è oggi riscontrabile un potenziale conflitto di interessi. Il modo in cui questi conflitti hanno potuto influenzare il comportamento della direzione, del consiglio di amministrazione, dei revisori interni ed esterni, dei creditori, degli azionisti istituzionali, degli analisti di borsa e delle agenzie di rating è attualmente oggetto di attento scrutinio. Sono già state proposte molteplici soluzioni alternative per rimediare alle carenze individuate a ciascun livello. Nel contempo, sembra che in varie aree i mercati si stiano autocorreggendo. Alla luce di ciò, le decisioni riguardo alle misure da adottare sul piano regolamentare dovrebbero essere prese soltanto dopo approfondita riflessione. La definizione di un congruo sistema di incentivi per indurre comportamenti appropriati è un esercizio assai delicato, e scelte precipitose potrebbero facilmente avere conseguenze indesiderate.

Quest'ultima considerazione vale anche per gli insegnamenti che si possono trarre dalla seconda crisi, quella dell'Argentina. A parte alcune conclusioni ovvie su come non debba essere gestita una crisi, nemmeno la più importante lezione ricavabile da questa vicenda costituisce una novità. L'acquiescenza di fronte a situazioni insostenibili aumenta considerevolmente i costi finali. Ciò solleva la questione delle possibili nuove forme di incentivi, sia per i debitori sia per i creditori, che permetterebbero di ottenere a uno stadio più precoce il consenso di entrambe le parti sulla necessità di ristrutturare il debito.

I debitori riconoscerebbero più facilmente la realtà dei fatti se ciò comportasse minori oneri e benefici più tangibili. In teoria i principali costi dovrebbero essere il contenzioso legale e l'estromissione in futuro dai mercati creditizi, anche se la recente esperienza mostra come in pratica tali costi possano non essere di grande entità. La ristrutturazione potrebbe essere resa molto più attraente agli occhi dei debitori se fosse invece accompagnata da un più agevole accesso al "denaro fresco" e offrisse vantaggi sostanziali in termini di futuro servizio del debito. Per quanto concerne i creditori, questi sarebbero maggiormente disposti ad accettare una ristrutturazione precoce ove si riuscisse a convincerli che essa è realmente necessaria. In altre parole, essi dovrebbero prendere atto prima di quanto non avvenga ora che l'unica alternativa concreta che si offre loro è quella fra accontentarsi di una parte o perdere il tutto. Chiaramente, la possibilità di accesso illimitato alle risorse altrui impedisce una siffatta presa di coscienza. Infine, sia i debitori che i creditori dovrebbero in linea di principio rispondere positivamente alle procedure che facilitano una composizione ordinata della crisi.

Sebbene questi principi generali possano apparire incontrovertibili, il tradurli in azioni concrete solleva vari interrogativi. Al momento attuale non vi è un metodo concorde e sicuro per determinare quando il debito di un paese richieda di essere ristrutturato. Ciò implica che non si possa giudicare in modo pragmatico caso per caso? I creditori che hanno appena proceduto a svalutazioni di attività non sono molto inclini a fornire denaro fresco. Ciò implica che al FMI spetti un più importante ruolo di catalizzatore? Gli accordi per l'adozione di convenzioni giuridiche internazionali vincolanti per tutte le nazioni sovrane sono notoriamente difficili da negoziare. Ciò implica che si debba preferire un approccio più informale? A questi interrogativi pratici se ne potrebbero aggiungere molti altri.

Qual è dunque lo stato attuale delle cose? Un punto su cui pare in generale esservi consenso è che giustamente il FMI lascia intendere che l'entità dei suoi finanziamenti di emergenza ai paesi in crisi sarà in futuro più limitata. Ciò farà venir meno l'aspettativa che sia comunque possibile un pieno recupero dei crediti vantati. Vi saranno sempre casi eccezionali che richiedono un finanziamento più discrezionale, ma la decisione di rendere disponibili tali fondi si baserà presumibilmente su criteri più severi e più trasparenti. Si dovranno inoltre esplorare ulteriormente le modalità operative di una procedura internazionale più formale per la risoluzione delle crisi debitorie, e di fatto una ricerca in questo senso è già in corso presso il Fondo, nonché sotto l'egida del G7 e di altre istanze. Poiché occorrerà probabilmente

parecchio tempo prima che questi lavori si traducano in risultati pratici, sono state inoltre avviate iniziative per valutare come possano essere modificati sia i contratti di prestito esistenti sia quelli di nuova negoziazione al fine di facilitare risoluzioni ordinate anche quando è coinvolta una vasta gamma di creditori.

La terza e più drammatica crisi è stata quella dell'11 settembre 2001, i cui tratti salienti sono fin troppo noti. Il principale insegnamento per la comunità finanziaria concerne i rischi operativi che insorgono allorché le istituzioni finanziarie, i mercati e le infrastrutture sono fortemente concentrati sul piano geografico. Si aggiunga che quando a un ristretto numero di istituzioni fa capo un'altissima quota dell'operatività mondiale vengono ad accrescersi fortemente i rischi di una grave paralisi sistemica. Poiché nell'offerta di molti servizi finanziari le economie di scala e di gamma sono una realtà di fatto, non sarebbe facile invertire la tendenza alla concentrazione. Tuttavia, le imprese dovrebbero quantomeno essere costrette a dotarsi dei sistemi di riserva necessari a garantire la continuità operativa in caso di crisi. Un secondo importante insegnamento è che occorre predisporre e aggiornare regolarmente efficaci piani di emergenza i quali contemplino anche linee di comunicazione sicure. Per giunta, tali piani non dovrebbero basarsi sull'assunto che soltanto singole imprese vengano a trovarsi in difficoltà, bensì prefigurare una crisi simultanea di molteplici operatori. In siffatte circostanze è essenziale la presenza di sistemi di backup in grado di comunicare fra loro.

Tradurre in proposte pratiche gli insegnamenti tratti dalle recenti crisi è una cosa, porre in atto queste proposte un'altra, soprattutto in considerazione dei compromessi politici che ciò richiede a livello sia nazionale sia internazionale. La resilienza mostrata dal sistema finanziario globale testimonia dell'utilità degli sforzi compiuti finora a questo riguardo. Essa non deve però farci dimenticare che potrebbero rendersi necessarie ulteriori iniziative al fine di assicurare un adeguato grado di stabilità finanziaria ed economica in un mondo sempre più complesso.