

I. Introduzione: i disagi di un terreno cedevole

Il periodo in esame è stato contraddistinto dal mancato realizzarsi delle aspettative economiche. Una serie di sviluppi interconnessi nelle sfere geopolitica, economica e finanziaria ha frenato la crescita, ingenerando una grande incertezza sul futuro. La fase di ripresa dell'economia mondiale è sembrata esaurirsi. Per la maggior parte del periodo le notizie, anziché volgere al meglio, sono andate di fatto peggiorando. Ciò è apparso sorprendente agli occhi di molti, dato il vigoroso impulso impresso dalle politiche in diverse parti del mondo. In realtà, questo quadro di attese mancate è la norma da almeno due anni, e ciò è generalmente attribuito a eventi imprevisi come il caso Enron e altri scandali societari, lo shock dell'11 settembre 2001 e, benché più prevedibile, la crisi argentina. Il periodo sotto rassegna, che si chiude ad aprile 2003, non fa eccezione. Le incertezze originate dal conflitto in Iraq, e persino il propagarsi del virus della SARS, sono stati indicati come il motivo principale per cui l'attività di investimento delle imprese sembra essersi arrestata un po' ovunque.

La guerra in Iraq ha creato un contesto infausto. Inizialmente ci si chiedeva se vi sarebbe stato o meno un conflitto e quali avrebbero potuto essere le conseguenze sui prezzi del petrolio. I quesiti si sono poi spostati sui tempi e, successivamente, sui modi in cui la campagna militare sarebbe stata condotta e poi conclusa. Tali interrogativi hanno trovato una risposta molto più rapida di quanto ci si aspettasse. Nondimeno, persistono tuttora incertezze di natura politica legate alla guerra che potrebbero rivelarsi più difficili da dissipare. Ancor prima di questi eventi, la scena internazionale era già caratterizzata da alcune tensioni che minacciavano gli avanzamenti in aree cruciali, come i negoziati commerciali del Doha Round e la riforma finanziaria globale. Il recente indebolimento del dollaro USA ha messo in maggior risalto anche le incertezze riguardanti gli squilibri nel risparmio internazionale e il modo migliore in cui i diversi paesi potrebbero contribuire a rimuoverli.

Pure, mentre le speranze di una ripresa dell'economia mondiale andavano ripetutamente deluse, si è cominciato a considerare anche la possibilità che fossero in azione forze più profondamente radicate. Gli andamenti negli Stati Uniti avevano trainato la crescita mondiale dagli inizi degli anni novanta, soprattutto perché il Giappone e la Germania non erano riusciti a effettuare gli aggiustamenti strutturali necessari ad affrontare il retaggio della sopravvalutazione dei prezzi degli attivi nel primo caso, e della riunificazione del paese nel secondo. A posteriori, si può tuttavia affermare che l'espansione americana degli ultimi anni novanta abbia alimentato essa stessa i propri eccessi di previsioni troppo ottimistiche sui profitti, robusta espansione del credito, rapido aumento dei prezzi delle attività e sovradimensionamento dei bilanci. Lo scorso anno i venti sfavorevoli originati da questi squilibri, in particolare nel settore societario, hanno investito con violenza la ripresa dell'economia statunitense. Inoltre, date le crescenti interrelazioni tra mercati commerciali e

finanziari su scala mondiale, per non parlare della condivisione degli effetti di fiducia, altri paesi paiono essere stati coinvolti in misura rilevante. Poiché la prospettiva di conseguire profitti continuava ad apparire remota, le multinazionali europee che in precedenza avevano investito massicciamente negli Stati Uniti hanno ridimensionato ovunque la loro presenza. Un ulteriore effetto frenante è derivato, più in generale, dalla necessità di operare aggiustamenti a fronte dell'eccezionale caduta degli indici azionari che, dal picco del marzo 2000 ai livelli attuali, ha sfiorato i due quinti dell'odierno prodotto mondiale. Anche le economie emergenti hanno subito contraccolpi, in Asia a causa principalmente del ridotto interscambio di prodotti ad alta tecnologia, e in America latina per il temporaneo prosciugarsi degli afflussi di capitale.

Se, sfortunatamente, le aspettative di crescita più ottimistiche non si sono concretizzate, è pur sempre un bene che si possa dire altrettanto per le previsioni più pessimistiche. Diversamente da quanto alcuni avevano temuto, la debolezza della congiuntura economica non ha interagito con le tensioni innescate dal recente periodo di bolle speculative tanto da minacciare seriamente la solidità del sistema finanziario mondiale. Malgrado gli shock che hanno eroso sia il capitale che la fiducia, non vi sono stati fallimenti di importanti istituzioni finanziarie. Parimenti positivo è il fatto che, in epoca recente, non si siano verificati casi di gravi disfunzioni nei principali mercati finanziari. Ciò premesso, è stato tuttavia ravvisato un chiaro inasprimento degli standard creditizi in alcune giurisdizioni, di cui ha risentito in particolare il mercato USA dei titoli ad alto rendimento. Si è altresì diffuso il timore che nei settori assicurativo e dei fondi pensione talune società in posizione di accresciuta debolezza potessero mostrarsi meno disposte a effettuare investimenti rischiosi in futuro. Sebbene entrambi questi sviluppi rappresentino probabilmente un passo verso l'auspicato ritorno a comportamenti improntati a maggiore prudenza, il loro effetto restrittivo sulla disponibilità di credito è tutt'altro che desiderabile nell'attuale frangente. In questo ambito e in molti altri – come ad esempio restrizioni fiscali, accantonamenti per perdite su crediti, oscillazioni dei tassi di cambio, riforme strutturali e paradigmi di politica economica – l'incapacità di attuare in modo tempestivo i necessari cambiamenti comporta inevitabilmente dei costi aggiuntivi.

L'allentamento della politica fiscale e il taglio talora drastico dei tassi d'interesse ufficiali in molti paesi industriali hanno indubbiamente contribuito fino ad oggi alla tenuta del sistema finanziario. Ciò ha consentito altresì di limitare l'inversione dei flussi di capitale verso talune economie emergenti che ancora dipendono da tali fondi per il finanziamento dei disavanzi correnti. Tuttavia, un'altra spiegazione di questa tenuta potrebbe risiedere nel significativo impegno profuso nel corso degli anni sia per migliorare le infrastrutture a sostegno del sistema finanziario internazionale sia per accrescere la diversificazione delle fonti di raccolta.

Moderazione della crescita mondiale e influsso dei fattori finanziari

Agli inizi del 2002 la crescita dell'economia statunitense aveva segnato un buon recupero rispetto alla precedente recessione, in sintonia con l'orientamento

decisamente espansivo delle politiche fiscali e monetarie in corso. Più inconsueto appare tuttavia il fatto che, da allora, la crescita abbia mostrato la tendenza a segnare il passo, anziché accelerarlo. Inoltre, la natura del recupero è non meno insolita della caduta dei profitti e degli investimenti che lo aveva preceduto. I consumi, il cui atipico vigore aveva contribuito a rendere la fase recessiva la più blanda del dopoguerra, si sono mantenuti a livelli elevati per gran parte del 2002, prima di dare segni di cedimento al volgere dell'anno. Viceversa, gli investimenti aziendali sono rimasti deboli per tutto il periodo, sebbene i rigorosi tagli dei costi siano riusciti a mantenere alta la crescita della produttività, riportando l'incidenza degli utili sul prodotto a livelli più normali e riducendo sensibilmente il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese.

Il crescente influsso dei fattori finanziari sulle decisioni di spesa negli Stati Uniti è divenuto più evidente nel periodo sotto rassegna, anche se vi sono state pronunciate differenze in termini di reattività tra il settore delle imprese e quello delle famiglie. Per il primo, la preoccupazione principale è stata quella di ristrutturare i bilanci in presenza di livelli di indebitamento storicamente elevati. Ciò ha comportato non solo tagli della spesa per investimenti ma anche, ove possibile, riduzioni del debito in essere. Il processo di ridimensionamento è risultato altresì coerente con le condizioni del mercato finanziario, che restavano alquanto problematiche. I continui cedimenti dei prezzi delle azioni e spread obbligazionari molto alti, ancorché in calo negli ultimi tempi, hanno consentito ai soli prenditori di prim'ordine di beneficiare appieno della precedente riduzione dei tassi ufficiali. Il fatto che il cambio del dollaro USA sia infine sceso in termini effettivi, riflettendo sia i ridotti tassi d'interesse sia i crescenti timori connessi con il disavanzo commerciale USA, ha fornito un certo sostegno agli utili rimpatriati. Ciò non è tuttavia bastato a vincere il pessimismo di fondo delle imprese, originato dalle preoccupazioni per i bilanci e dalle incertezze riguardo al contesto politico mondiale.

Ci si poteva attendere che le difficili condizioni finanziarie frenassero anche la spesa delle famiglie. In realtà – e paradossalmente, visto il calo della fiducia dei consumatori che emergeva dai sondaggi – le famiglie statunitensi hanno continuato a spendere a ritmo sostenuto. Sono stati particolarmente favoriti i settori immobiliare e dei beni di consumo durevoli, che hanno entrambi beneficiato dei più bassi tassi ufficiali e di particolari fattori finanziari. La disponibilità dei produttori di beni durevoli a erogare finanziamenti a tasso zero, a scapito dei loro stessi profitti, ha contribuito in particolare a sostenere le vendite di autoveicoli. Fatto ancor più significativo, la combinazione di ridotti tassi ipotecari, crescenti prezzi delle abitazioni e minori costi transattivi ha spinto i consumatori a rinegoziare una quota ingente dei loro debiti. Parte degli introiti è stata impiegata per rimborsare più onerosi crediti al consumo, mentre una quota consistente è servita a finanziare un aumento della spesa in consumi o compravendite di immobili residenziali. Poiché quest'ultima tendenza ha intensificato le pressioni al rialzo sui prezzi degli alloggi, non è da escludere che il processo abbia in certa misura assunto una dinamica autonoma. Inoltre, negli ultimi anni un fenomeno analogo che rispecchia la maggiore disponibilità di credito è stato osservato nel Regno Unito, in

Australia e in un certo numero di paesi dell'Asia e dell'Europa continentale. Sebbene l'indebitamento delle famiglie negli Stati Uniti abbia continuato ad aumentare durante tutto il periodo in esame, tale andamento non ha suscitato alcuna evidente reazione di cautela da parte dei consumatori. I costi per il servizio del debito sono rimasti relativamente contenuti, anche se il rapporto fra debiti e attività è aumentato sensibilmente, soprattutto a causa della caduta dei prezzi azionari.

Anche in Giappone e, ancor più, nell'Europa continentale la crescita economica è stata inferiore alle aspettative; la delusione, tuttavia, è stata tanto maggiore in quanto l'Europa sembrava palesare solo alcuni degli squilibri da crescita evidenti negli Stati Uniti, mentre l'economia nipponica era di fatto ormai da vari anni in fase di ristagno. L'atteggiamento prudente del settore societario ha in genere ricalcato quello delle imprese statunitensi, essenzialmente per le medesime ragioni di debolezza dei profitti e di ampiezza dei livelli del debito. La differenza principale rispetto agli Stati Uniti riguarda piuttosto il versante dei consumi, giacché nell'Europa continentale e in Giappone la dinamica della spesa delle famiglie non si è discostata molto dai cicli precedenti. Benché in molti paesi del continente europeo i prezzi delle abitazioni nel 2002 siano cresciuti persino più rapidamente che negli Stati Uniti, sembrano essere mancati tanto la volontà quanto i mezzi pratici per trasformare la maggiore ricchezza immobiliare in un aumento della spesa.

È difficile attribuire il persistente ristagno della crescita in Giappone e nei maggiori paesi dell'Europa continentale, segnatamente la Germania, alle politiche macroeconomiche. Nel periodo in esame queste sono state in genere accomodanti, anche se non in misura eccessiva. L'evidenza sembra piuttosto puntare in direzione delle debolezze strutturali nei mercati del lavoro, dei prodotti e persino in quello finanziario. In Germania, per esempio, la disoccupazione è tornata ad aumentare lo scorso anno, essendosi in parte invertite le precedenti riduzioni del "cuneo fiscale" sull'occupazione. Nello stesso tempo, in presenza di un ulteriore declino della quota dei profitti societari, gli investimenti sono scesi ai minimi dal dopoguerra. Inoltre, in Giappone e in molti paesi europei la deregolamentazione non è proseguita abbastanza speditamente da consentire un'ordinata redistribuzione delle forze di lavoro in risposta alla concorrenza internazionale. Le perduranti pressioni sui prezzi e sui profitti nell'industria di trasformazione si sono attenuate solo leggermente nel 2002, e potrebbero senz'altro tornare ad acuirsi per effetto dell'ingresso della Cina nell'OMC. Infine, le istituzioni finanziarie in Giappone e in Germania sembrano aver inasprito lo scorso anno le condizioni del credito, influenzando in particolare le decisioni di investimento delle piccole e medie imprese. Da un lato, ciò potrebbe essere interpretato come una gradita risposta all'annoso problema dell'insufficiente remunerazione degli impieghi a rischio nei confronti delle imprese. Dall'altro, va rilevato che questo mutamento di condotta è intervenuto in un momento a dir poco inopportuno.

Di fronte alle difficoltà incontrate dai maggiori paesi industriali, desta forse stupore il fatto che le economie emergenti e in transizione siano riuscite a espandersi ai ritmi di fatto registrati. Per gran parte del periodo l'America

latina ha risentito delle tensioni nei mercati finanziari mondiali, ma anche di problematiche interne che hanno limitato gli afflussi di capitale, a causa dell'operare congiunto di minacce quali deprezzamento del cambio, recessione e inflazione. Con il trascorrere del tempo, tuttavia, il clima nella regione è migliorato grazie al contributo di vari fattori, fra cui l'impegno del nuovo presidente del Brasile a perseguire prudenti politiche macroeconomiche, la fine degli scioperi in Venezuela e i segni di ripresa in Argentina. Una maggiore fiducia nell'efficacia delle politiche di aggiustamento, il frequente sostegno fornito al riguardo dall'FMI e l'accresciuta domanda di investimento in titoli di debito delle economie emergenti hanno concorso a ridurre i differenziali sulle emissioni sovrane, che continuano peraltro a situarsi in molti casi su livelli importunamente elevati.

Per tutto il periodo sotto rassegna la crescita in Asia e nell'Europa centrale e orientale si è mantenuta in genere su ritmi alquanto sostenuti in virtù di fattori sia esterni che interni. I paesi asiatici hanno tratto profitto dalla sensibile espansione dell'interscambio regionale, soprattutto con la Cina, mentre le economie europee in transizione sono riuscite a diversificare i mercati di esportazione. In entrambe le aree i persistenti afflussi di capitale sono stati talmente ingenti da porre alle autorità un serio problema, risolto solo in parte grazie a interventi ufficiali e a cospicui incrementi delle riserve in valuta estera. Quale conseguenza indiretta di tali azioni, anche il settore ufficiale ha finito col concorrere in misura rilevante al finanziamento di un disavanzo corrente USA in continua ascesa. Fortunatamente, ambedue le regioni hanno anche provveduto a stimolare in misura significativa la domanda interna, nell'intento di avviare la rimozione degli squilibri sull'estero e di accelerare la crescita. A differenza dell'America latina, la credibilità di cui godevano taluni paesi di queste aree ha consentito alle autorità di allentare le politiche fiscali e monetarie. Per giunta, in alcuni casi le modifiche strutturali hanno contribuito a determinare una netta espansione del credito alle famiglie destinato a finanziare gli acquisti di beni durevoli e abitazioni. Tuttavia, nella primavera del 2003 la Corea – che più si era spinta in questa direzione – è incorsa in gravi turbolenze finanziarie. Tale evento rappresenta, almeno per gli osservatori esterni, un utile monito a non sottovalutare le potenziali insidie connaturate in ogni processo di ristrutturazione, e in particolare in quelli che coinvolgono il sistema finanziario.

L'inflazione mondiale è rimasta sostanzialmente stabile a livelli bassi per tutto il periodo in esame, anche se i più alti corsi delle materie prime, specie del petrolio, hanno suscitato a tratti il timore di una sua recrudescenza. Nei paesi industriali si è osservata una tendenza più al ribasso che al rialzo: l'Europa ha generalmente fatto registrare i rincari maggiori, il Giappone è entrato in una fase di deflazione conclamata e gli Stati Uniti si sono collocati in posizione più o meno intermedia. Un fenomeno generale, evidente soprattutto nei paesi con monete in apprezzamento, è che i prezzi dei beni sono diminuiti rispetto a quelli dei servizi, o sono aumentati in misura molto minore. Con tutta probabilità, l'accresciuta concorrenza internazionale e i differenziali di produttività hanno svolto un ruolo primario in questa variazione dei prezzi relativi, accentuando forse anche l'effetto disinflazionistico. Un fattore di fondo

che ha contribuito a mantenere moderata la dinamica dei prezzi nei paesi industriali è costituito dalle aspettative sempre più consolidate che, dopo diversi anni di bassa inflazione, condizioni analoghe sarebbero prevalse ancora per molto tempo.

Nelle economie emergenti e in transizione il quadro inflazionistico appare decisamente più eterogeneo. L'America latina ha registrato senza dubbio la performance peggiore. La dinamica dei prezzi ha segnato una forte accelerazione in molti paesi, e sono stati spesso mancati gli obiettivi espliciti di inflazione. Va nondimeno rilevato che, persino dopo i significativi deprezzamenti del cambio, non vi è stato un ritorno all'iperinflazione come in passato. Ciò è dovuto in parte al più ampio andamento globale, ma anche alle politiche di sostegno poste in essere al riguardo dalle autorità competenti, che hanno più volte ribadito l'esigenza, e la loro volontà, di ridurre l'inflazione. Ancor più positivo è stato il fatto che, ad eccezione dell'America latina, la crescita dei prezzi è rallentata nella maggior parte dei paesi emergenti, e persino in India, pur in presenza di un disavanzo di bilancio tuttora elevato.

Al tempo stesso, in alcune economie emergenti dell'Asia si è manifestata una nuova tendenza deflazionistica, inopportuna in alcuni casi e sorprendente in altri. Nella prima casistica figurano Hong Kong SAR, dove la deflazione si è accentuata, e Singapore, dove è riemersa; questi sviluppi sono però in parte la risultante delle precedenti forti espansioni nei settori, rispettivamente, della proprietà immobiliare e delle tecnologie avanzate. Nella seconda rientra la Cina, che viceversa non aveva registrato episodi di boom, dove la deflazione ha fatto la sua ricomparsa nonostante il forte impulso impresso dalla politica fiscale e la rapidissima espansione del credito. Una possibile spiegazione potrebbe essere la massiccia crescita della produttività del lavoro e, di conseguenza, della capacità di offerta derivante dagli investimenti diretti esteri. All'eccesso di capacità in molti settori ha contribuito altresì la decisione di mantenere in vita alcune imprese a controllo statale nel timore di implicazioni socio-politiche.

Il riproporsi della deflazione in questi paesi, alla stessa stregua del Giappone, ha avviato un dibattito sulla possibilità che tale fenomeno si palesi anche altrove e, in tal caso, se ciò debba costituire motivo di preoccupazione. La pausa osservata nella crescita economica ha ulteriormente alimentato il dibattito, stante la possibilità che essa accresca gli esistenti livelli di capacità inutilizzata, con conseguenti pressioni al ribasso su un'inflazione già alquanto contenuta. Tali sviluppi potrebbero persino interagire con le vulnerabilità del sistema finanziario, amplificando l'effetto disinflazionistico. Tutte queste considerazioni prospettiche saranno riprese nei capitoli seguenti e nelle Conclusioni.

Salvaguardia della stabilità finanziaria e influsso delle politiche

In considerazione delle difficoltà di ordine macroeconomico incontrate dai paesi industriali, non dovrebbe sorprendere il sensibile aumento lo scorso anno dei fallimenti societari e dei declassamenti del merito di credito, che hanno raggiunto livelli ben al di sopra di quelli osservati durante l'ultima

recessione. Sommandosi alle ridotte prospettive di reddito delle imprese non interessate da tali eventi, ciò ha dato altresì origine a pesanti perdite sui mercati azionari per il terzo anno consecutivo. Pure, in contrasto con gli sviluppi nel settore societario e i precedenti episodi di rallentamento ciclico, il sistema finanziario è sembrato conservare – quantomeno in superficie – una relativa solidità. Sebbene siano affiorati chiari segni di tensione, questi hanno riguardato solo determinati settori o paesi, e sono apparsi sostanzialmente gestibili.

La più grande fonte di soddisfazione è stata la tenuta dei sistemi bancari nella maggior parte dei paesi industriali. Con la rilevante eccezione del Giappone, le perdite su prestiti societari e i minori proventi dell'attività sui mercati dei capitali sono stati compensati almeno in parte dai cospicui guadagni sul versante delle famiglie. Ciò vale in particolare per gli Stati Uniti, dove i rifinanziamenti dei mutui ipotecari e il credito al consumo hanno generato elevati introiti netti da interessi e commissioni. In Germania l'esperienza è stata alquanto diversa, poiché i fallimenti aziendali sono aumentati a un ritmo insolitamente rapido e la cronica esiguità dei margini d'interesse non è riuscita a fornire un'adeguata compensazione. Ciò nonostante, i coefficienti di capitalizzazione delle banche tedesche sono migliorati, così come in molte altre giurisdizioni, superando nettamente i requisiti patrimoniali minimi. Inoltre, sia nel Nord America che in numerosi paesi europei sono state intraprese ulteriori importanti iniziative per ridurre i costi e diversificare le fonti di reddito. In Europa, la graduale eliminazione della "concorrenza assistita" delle imprese finanziarie di emanazione statale dovrebbe far risaltare più chiaramente gli effetti positivi sui profitti di tali misure di ristrutturazione.

Nel contempo, in altre aree l'evoluzione del sistema finanziario globale è stata meno soddisfacente. Alcuni vecchi problemi restano irrisolti, e ad essi se ne sono aggiunti di nuovi. Quanto ai primi, lo scorso anno i bilanci bancari in Giappone e in alcuni altri paesi asiatici, ad eccezione della Malaysia, hanno continuato a risentire dell'elevata quota di sofferenze, e non sono stati compiuti progressi significativi per individuare, e tanto meno porre in atto, una strategia volta ad affrontare le insostenibili difficoltà di indebitamento nei settori societario e bancario. Fra i nuovi casi problematici rientrano invece le compagnie di assicurazione e i fondi pensione. In particolare, le istituzioni europee – coinvolte prima nella retorica della "nuova era", ed esposte poi a inedite pressioni concorrenziali – avevano investito massicciamente in azioni ad alta volatilità piuttosto che in obbligazioni a lungo termine, che rappresentano la naturale contropartita delle loro passività contrattuali. Su molte società assicurative europee e giapponesi ha inciso negativamente anche il fatto di aver emesso titoli con rendimenti garantiti relativamente elevati. In risposta, alcune delle maggiori compagnie europee hanno provveduto a ricapitalizzarsi, a innalzare i premi assicurativi e a ridimensionare gradualmente le linee di attività non remunerative. I fondi pensione, dal canto loro, sono tornati quasi ovunque a valersi degli sponsor societari per fronteggiare i problemi di insufficiente finanziamento delle passività. Tuttavia, ciò ha prodotto un indesiderato effetto collaterale sulle aspettative di reddito e sui rating, che a

sua volta ha depresso ulteriormente i corsi azionari e aumentato il grado di sottofinanziamento.

Un altro motivo di preoccupazione nel periodo in esame sono stati i repentini mutamenti di umore e della volatilità sui mercati finanziari. Oltre alle deboli prospettive di reddito, un fattore negativo che ha influito sui mercati azionari nel 2002 è stato il numero senza precedenti di "fallen angel", società con alto merito di credito che hanno subito una serie di declassamenti a catena, sfociati in alcuni casi persino nel fallimento. In aggiunta alle precedenti rivelazioni di irregolarità contabili e di altra natura, ciò ha disorientato gli investitori accentuandone l'avversione al rischio. Questo clima si è riflesso anche nei differenziali di credito, che si sono ampliati nettamente per gran parte del periodo, toccando punte massime verso la fine del 2002. Fortunatamente, i rendimenti a lunga scadenza sui titoli pubblici hanno registrato una forte flessione, sino a tornare nella primavera scorsa a livelli non più osservati da oltre vent'anni. Il risultato di questi sviluppi è stata una crescita dei costi di indebitamento inferiore al previsto. Circostanza gradita, ancorché sorprendente, i differenziali creditizi hanno cominciato a restringersi al volgere del nuovo anno, nonostante che altri indicatori del clima di mercato rimanessero alquanto sfavorevoli. Anche se questo potrebbe essere in parte riconducibile a una correzione di precedenti eccessi, nondimeno gli operatori vi hanno scorto motivi per ritenere che le società erano riuscite nell'intento di ristrutturare i bilanci e ridurre la propria vulnerabilità a shock potenziali.

Le ragioni del buon funzionamento del sistema finanziario, e in particolare di quello bancario, possono essere ricercate in alcuni fattori sia strutturali che ciclici. Fra questi ultimi, il più importante in molti paesi è stato forse il mancato verificarsi di un evento: il recente rallentamento non è stato infatti preceduto da una forte espansione e dal successivo deterioramento dei mutui su immobili commerciali. Al contrario, nonostante le debolezze nel settore societario e nei mercati finanziari, i conti economici delle istituzioni finanziarie hanno spesso beneficiato del relativo dinamismo dell'edilizia residenziale e dei consumi. Ciò è in parte la conseguenza del risoluto allentamento delle condizioni monetarie in molte giurisdizioni, reso possibile dal protrarsi di una soddisfacente dinamica dell'inflazione.

Anche gli sviluppi strutturali hanno favorito la stabilità finanziaria. Le istituzioni finanziarie in generale, e le banche in particolare, sembrano aver preso maggiore coscienza sia dei rischi in cui incorrono sia della necessità di una loro più accorta gestione. Un aspetto di questa accresciuta consapevolezza è ravvisabile nella tendenza a trasferire il rischio in un primo tempo dal sistema bancario ai mercati finanziari, e in seguito alle istituzioni finanziarie non bancarie, grazie anche alla rapida crescita del comparto dei titoli ad alto rendimento – specie negli Stati Uniti – e allo sviluppo dei mercati obbligazionari europei seguito all'introduzione dell'euro. Le banche si sono avvalse in misura crescente di strumenti quali prestiti sindacati, titoli garantiti da attività, obbligazioni di debito collateralizzate e credit default swap per traslare il rischio di credito su altri investitori istituzionali. L'ipotesi sottostante secondo cui una maggiore dispersione del rischio creditizio gioverebbe alla stabilità è stata sinora avvalorata. A corollario di ciò, l'ampliamento della gamma di

prestatori cui poter ricorrere per le esigenze di finanziamento ha contribuito a evitare quei problemi di liquidità che, in passato, avevano spesso provocato insolvenze destabilizzanti.

Oltre che per la tempestiva correzione delle politiche macroeconomiche, al settore pubblico va altresì riconosciuto il merito di aver contribuito a questi sviluppi finanziari relativamente positivi. Da molti anni le autorità nazionali, di concerto con le istituzioni finanziarie internazionali e il Forum per la stabilità finanziaria, concentrano la loro attenzione sul miglioramento degli standard per una prudente condotta nel sistema finanziario. Nel periodo sotto rassegna è stata dedicata particolare cura alle debolezze nelle fondamenta del mercato, messe a nudo dai recenti scandali societari. Molte iniziative sono state assunte con grande rapidità all'indomani di questi eventi; tuttavia, esse appaiono sovente il frutto della stretta collaborazione con gli stessi operatori di mercato. Inoltre, seppure originate e applicate essenzialmente a livello nazionale, numerose iniziative sono state concepite in modo da riflettere principi di alto profilo concordati in sede internazionale dopo intense consultazioni. Poiché tali principi incorporano gli insegnamenti delle esperienze maturate di recente dai vari paesi, questo processo interattivo dovrebbe infine condurre a una significativa convergenza internazionale in materia di prassi ottimali.

Particolarmente importante è stata la recente pubblicazione, da parte dell'International Organization of Securities Commissions, di una serie di principi sull'indipendenza dei revisori contabili (finalizzata a evitare conflitti di interesse) e sulla sorveglianza pubblica delle società di revisione. Queste iniziative tentano di porre rimedio a quella che sempre più spesso viene ritenuta una grave fonte di debolezza, ossia la mancanza – nel campo della certificazione contabile – della leadership e della volontà necessarie a riformare il sistema e i suoi standard operativi alla luce delle passate carenze. È stato inoltre raggiunto un più vasto consenso internazionale sui principi in materia di contabilità e di informativa al pubblico. In relazione al primo ambito, un significativo passo avanti è stato compiuto con il Memorandum d'intesa concordato tra le autorità statunitensi e l'International Accounting Standards Board allo scopo di muovere verso un unico complesso di criteri contabili. Un altro passo importante è stata la revisione dei Principles of Corporate Governance dell'OCSE, avviata lo scorso anno con l'intento di rafforzare i principi stessi e di fornire maggiori indicazioni sul modo in cui questi debbano essere interpretati, introdotti e applicati su scala mondiale. Va rilevata infine la crescente consapevolezza della necessità di regole internazionali volte a ridurre al minimo i conflitti di interesse insiti nel settore dei servizi finanziari più in generale. Negli ultimi tempi l'attenzione si è concentrata in particolare sulle interazioni tra analisti e sottoscrittori del mercato azionario, ma potrebbero essere facilmente individuati molteplici conflitti di altra natura.

Finora il sistema finanziario mondiale ha dato prova di una buona tenuta di fronte alle tensioni economiche manifestatesi con sempre maggiore evidenza. Ciò dovrebbe essere motivo di sollievo, al pari dei progressi compiuti nel rafforzare le fondamenta su cui poggia il sistema finanziario. Tuttavia, questi aspetti rassicuranti non dovrebbero distogliere le autorità responsabili dall'affrontare le carenze che tuttora permangono, né indurle

a trascurare le sfide che si porranno in futuro. Nel sistema finanziario potrebbero sussistere, ancora latenti, tensioni di una certa rilevanza. Non è possibile prevedere in maniera incontrovertibile i potenziali effetti finanziari derivanti da un prolungato periodo di lenta crescita dell'economia mondiale, specie se aggravati da eventi traumatici di natura politica o commerciale. L'esame di tali questioni prospettiche, e le possibili risposte sul piano delle politiche, costituiscono il perno intorno a cui ruotano le Conclusioni di questa Relazione annuale.