

## VIII. Conclusioni: cambiamento, incertezza e governo delle politiche

È innegabile la sensazione di sollievo suscitata dai progressi nella crescita economica annunciati di recente, specie – ma non solo – per quanto concerne gli Stati Uniti. Basterebbe tornare indietro a meno di un anno fa, quando alcune economie sembravano sulla soglia della deflazione e i responsabili delle politiche stavano seriamente vagliando le opzioni disponibili per fronteggiare un eventuale contesto deflazionistico. In un anno possono cambiare molte cose. Oggi prevalgono aspettative di un'espansione costante e sostanzialmente non inflazionistica, benché su di essa gravino crescenti incertezze geopolitiche. Dal canto loro, le autorità hanno cominciato a rivolgere l'attenzione alle modalità più adeguate con cui recedere dalle politiche di forte stimolo adottate nel recente passato.

Valutare gli effetti di un siffatto cambiamento non sarà facile. Negli ultimi anni il panorama economico si è modificato per vari importanti aspetti, ed è tuttora in continuo divenire. Lo sviluppo tecnologico ha migliorato le prospettive per una crescita più rapida e un'inflazione più contenuta, due tendenze già evidenti negli Stati Uniti. L'apertura commerciale di colossi quali la Cina e l'India offre analoghe opportunità di miglioramento, sia per le popolazioni di questi paesi sia a livello più generale. Al tempo stesso, tale evoluzione comporta adattamenti strutturali di rilievo, ad esempio nelle forze di lavoro delle economie industriali. È divenuto più difficile stimare con precisione il livello della crescita potenziale, o quello del pieno impiego, così come orientare l'azione di governo basandosi su grandezze endogene di questo tipo.

Anche il profilo finanziario dell'economia mondiale si è trasformato negli ultimi anni. I progressi tecnologici e la deregolamentazione hanno contribuito ad aumentare l'efficienza e la robustezza dei mercati. Queste nuove caratteristiche, insieme ai miglioramenti nella gestione e nel controllo dei rischi, spiegano in certa misura la resilienza di cui ha continuato a dar prova l'economia di fronte ai recenti shock. Tuttavia, la liberalizzazione finanziaria potrebbe parimenti aver favorito l'occasionale tendenza dei mercati a spingersi troppo oltre e ad accentuare le propensioni cicliche dell'economia reale. Non da ultimo, poiché grazie ai nuovi mercati è sempre più agevole monetizzare la ricchezza, la percezione che di essa hanno gli operatori ha assunto una rilevanza maggiore quale determinante della spesa. Tali percezioni sono intrinsecamente difficili da misurare, sono soggette a errori per quanto attiene alle grandezze sottostanti e possono rapidamente trasformarsi in delusioni. Tutto ciò complica l'esatta comprensione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria.

Infine, lo stesso quadro di riferimento delle politiche economiche è mutato negli ultimi decenni, laddove le autorità si sono concentrate con maggiore successo sul mantenimento di un'inflazione bassa e stabile. Ciò ha contribuito

chiaramente a stabilizzare sia la dinamica dei prezzi che le aspettative inflazionistiche, due esiti ugualmente desiderabili. In tale contesto, è possibile non solo allocare le risorse in maniera più efficiente, ma altresì spingersi con minor timore fino ai limiti del potenziale produttivo. Nondimeno, vi è anche una crescente consapevolezza che questa gradita stabilità possa avere sgradite conseguenze indirette. Un'inflazione non più percepita come una minaccia, e l'aspettativa che i tassi di interesse non debbano essere innalzati di conseguenza, potrebbero senz'altro incoraggiare comportamenti più imprudenti da parte dei prestatori. Da un lato, ciò potrebbe provocare un aumento a termine dell'inflazione allorché affioreranno le pressioni sottostanti, fors'anche in maniera repentina se le aspettative inflazionistiche dovessero montare rapidamente. Dall'altro, ne potrebbe scaturire un'imprevista virata verso la disinflazione, nel caso in cui il servizio del debito divenisse troppo oneroso o emergessero tensioni significative nel sistema finanziario. Gli shock di domanda potrebbero far pendere l'ago della bilancia nell'una o nell'altra direzione; gli shock negativi di offerta potrebbero condurre a entrambi i risultati in sequenza.

Al momento, il problema che si pone alle autorità sembra essere più probabilmente di natura inflazionistica. Qual è il modo migliore di inasprire le politiche, e comunicarle all'opinione pubblica, così da evitare effetti indesiderati su mercati finanziari in condizioni tese? Guardando indietro all'ultimo decennio, e in particolare agli anni più recenti, appare tuttavia chiaro come il problema più comune sia stato piuttosto quello di ricercare il modo in cui allentare appropriatamente le politiche in risposta a tensioni finanziarie. Di conseguenza, e con un'inflazione per lo più sotto stretto controllo, le politiche monetarie e fiscali sono state generalmente allentate più di quanto non fossero state inasprite nella precedente fase di ripresa. È questa semplice asimmetria aritmetica che potrebbe aver determinato la situazione attuale contraddistinta da tassi ufficiali ai minimi storici nei maggiori paesi industriali e un debito pubblico insostenibilmente elevato in alcune economie.

Fortunatamente, l'economia globale sembra avere imboccato un sentiero di crescita e l'esigenza di stimoli macroeconomici è diminuita. Dovremmo cogliere questa opportunità per riflettere sui processi che hanno impoverito così tanto il nostro strumentario di politica economica. Un argomento ovvio, ancorché non privo di obiezioni, è che tale situazione dovrebbe essere affrontata direttamente mediante più incisivi inasprimenti nelle fasi di alta congiuntura. Inoltre, le politiche volte a rafforzare il sistema finanziario, e a incoraggiare comportamenti più prudenti da parte dei prestatori nei periodi di ripresa, potrebbero contribuire ad alleviare i danni dei cicli recessivi e a ridurre la necessità di drastiche misure di allentamento in futuro. Infine, prendendo atto delle crescenti interdipendenze tra condotta finanziaria e risultati macroeconomici nell'odierno mondo liberalizzato, assume importanza fondamentale un'ancor più stretta collaborazione tra autorità monetarie e di vigilanza.

### Sarà un'espansione sostenibile?

Anche se la gran parte degli osservatori ritiene che la ripresa sia oggi ben radicata un po' ovunque, la questione della sostenibilità continua ad essere

oggetto di straordinaria attenzione. Un motivo di ciò risiede nel fatto che la buona performance complessiva sembra dipendere oltre misura da due particolari punti di forza: la domanda interna sia nelle maggiori economie anglofone che in Cina. In entrambi i casi diverse variabili economiche hanno mostrato prolungati scostamenti dai parametri storici tradizionali (“squilibri”). Giacché i processi economici tendono nel lungo termine a tornare sui valori medi, prudenza vuole che le autorità dedichino la dovuta attenzione agli squilibri ampi, specie se vi sono ragioni per attendersi negativi effetti di retroazione sull’economia reale. Benché non sia facile quantificare la durata del lungo termine, e le instabilità tendano tradizionalmente a permanere molto più a lungo del previsto, l’esperienza insegna che raramente gli squilibri rientrano in maniera indolore.

Accennare a un’influenza smisurata degli Stati Uniti e della Cina nell’attuale fase di recupero equivale anche a dire che il Giappone e le maggiori economie dell’Europa continentale non stanno facendo la loro parte. Nonostante alcuni segnali di un’inversione di tendenza, in entrambi i casi la domanda interna resta debole e la ripresa eccessivamente dipendente dalla crescita futura delle esportazioni.

Fra i paesi con tassi di espansione più modesti, il Giappone vanta prospettive relativamente più favorevoli. Gli investimenti delle maggiori società hanno finalmente ripreso slancio, di riflesso agli accresciuti cash flow e a bilanci molto più solidi. Inoltre, i consumatori hanno ridotto i saggi di risparmio privilegiando la spesa, una dinamica che potrà essere ulteriormente incoraggiata da un incremento dell’occupazione. Per le imprese di minori dimensioni, tuttavia, l’orizzonte comincia solo ora a rischiararsi, e non è certo che il sistema finanziario sia migliorato in misura tale da fornire il sostegno potenzialmente necessario ad alimentare una crescita sostenibile in futuro. Comunque sia, nel comparto della “old economy” molte società risultano tuttora sovraindebitate, mentre in quello della “new economy” vincoli regolamentari continuano a ostacolare l’accesso di nuove imprese.

Nell’Europa continentale i profitti non sono ancora risaliti abbastanza da incoraggiare gli investimenti, soprattutto perché i bilanci societari rimangono gravati da un debito relativamente elevato. Fino ad oggi anche la spesa per consumi è stata in genere contenuta, specie in Germania; essa potrà crescere vigorosamente solo se si riuscirà a ristabilire un certo grado di fiducia. L’auspicio è che le riforme strutturali intraprese in Europa – anziché smorzare l’ottimismo, come sembrano fare attualmente – finiscano col promuovere il benessere agli occhi della collettività, orientando di conseguenza l’umore dei consumatori. Questa probabilità potrebbe aumentare laddove le riforme fossero ritenute più incisive, esaurienti e coerenti di quanto non indichino i frammentari approcci attuali. Un nuovo calo dell’inflazione al disotto del 2% tornerebbe utile non solo ai consumatori, ma anche alla stessa Banca centrale europea.

Il comportamento dei consumatori negli Stati Uniti ha evidenziato un profilo diverso e più favorevole, ma destinato anche ad avere implicazioni per l’avvenire. La concomitanza di sviluppi insoliti sui mercati del lavoro e del debito merita particolare attenzione. Malgrado i chiari progressi compiuti di

recente, dal punto minimo della fase recessiva la domanda di lavoro negli Stati Uniti è rimasta nel complesso assai debole, anche in confronto alla "jobless recovery" dei primi anni novanta. Mentre la quota del lavoro sui redditi dei fattori è calata nettamente, quella dei consumi sulla spesa statunitense ha continuato ad ampliarsi, proseguendo la tendenza iniziata nel decennio scorso. La spesa recente è stata finanziata in misura considerevole dai tagli di imposta, ma i consumatori USA hanno altresì fatto massiccio ricorso all'accumulazione di debito per modulare i consumi. Già da qualche tempo il debito delle famiglie cresce più rapidamente del reddito, e il rapporto fra le due grandezze si approssima ormai ai massimi storici. In particolare, le famiglie statunitensi hanno trovato più economico e vantaggioso rifinanziare i prestiti immobiliari allorché i tassi ipotecari hanno piegato verso il basso e le abitazioni sono rincarate. Ciò ha consentito loro di ridurre i pagamenti mensili per interessi, aumentare i flussi di cassa o realizzare le plusvalenze immobiliari per finanziare la spesa. Questo fenomeno è stato osservato anche nel Regno Unito, in Australia, Nuova Zelanda, Spagna e in alcune economie europee minori.

Possono tali tendenze essere fonte di preoccupazione? Da un lato si potrebbe asserire che, grazie all'accresciuta efficienza finanziaria e ai minori tassi di interesse, in molti paesi – fra cui gli Stati Uniti – è stato possibile innalzare in maniera durevole i limiti di sostenibilità del debito. Di conseguenza, i più elevati livelli di indebitamento non sarebbero uno squilibrio da correggere. In concomitanza con la temporanea decelerazione della dinamica salariale negli Stati Uniti, dovuta in ampia misura all'abbattimento dei costi reso possibile dai guadagni di produttività, l'incremento del debito ha permesso di mantenere i consumi in modo da accrescere i livelli del benessere. Guardando in prospettiva, la maggiore incidenza dei profitti sui redditi dei fattori ha già condotto a un aumento della spesa per investimenti che, con l'andar del tempo, dovrebbe sostenere la crescita sia del prodotto sia dei posti di lavoro. A rigor di logica, nel lungo periodo dovrebbero essere questi gli effetti benefici degli incrementi di produttività. In un tale contesto, l'accumulo di debito dovrebbe rallentare e l'onere per il servizio contrarsi a sua volta.

Pure, non tutti gli osservatori condividono questo punto di vista, in particolare quanti guardano ai problemi transitori di più breve termine. Viste l'entità e la portata dei recenti mutamenti strutturali, alcuni ritengono che la domanda di lavoro resterà debole, e ciò non solo negli Stati Uniti ma anche in altre economie industriali. Ad esempio, gli incrementi nella produttività del lavoro USA potrebbero cominciare a riverberarsi altrove, comportando problemi transitori che altri paesi potrebbero reputare finanche più difficili da risolvere. Sembra destinato a perdurare anche il rialzo del costo del lavoro (comprese le prestazioni sanitarie e di altro tipo), rispetto a quello flettente dei beni di investimento. A ciò si aggiunga il costante aumento della concorrenza in termini di minor costo della manodopera proveniente dalle nuove economie di mercato emergenti. Qualora ne conseguisse un deterioramento nella fiducia dei consumatori o, in alternativa, il raggiungimento del limite massimo di sostenibilità del debito delle famiglie, potrebbe essere messa a dura prova la disponibilità di imprese ancora pesantemente indebitate a investire i maggiori profitti derivanti dalla più rapida crescita della produttività.

Se i livelli dell'indebitamento di famiglie e imprese finiranno col porre un freno alla spesa dipenderà in parte dai tassi di interesse e dall'impatto del servizio del debito. Ovviamente, gestire un rialzo dei tassi in risposta a una protratta ripresa dell'economia sarà molto più agevole che non in assenza di una siffatta ripresa. Tuttavia, il livello dei prezzi delle attività è un altro importante fattore, poiché influisce sia sulla disponibilità a spendere sia sulla capacità di raccogliere fondi dietro prestazione di garanzie. Nel periodo in esame i prezzi delle azioni e degli immobili residenziali sono cresciuti notevolmente in un ampio novero di paesi, forse anche per effetto dell'eccezionale liquidità dei mercati finanziari globali. Qualunque sia la causa, in molti casi i prezzi delle attività si situano ormai a livelli che appaiono ragguardevoli in confronto ai parametri di riferimento tradizionali. Se oggi tali quotazioni subissero un calo, sarebbe troppo sperare che la spesa non ne risenta. Anzi, quand'anche i prezzi si limitassero a stabilizzarsi, il contributo alla crescita fornito dall'accumulazione della ricchezza potrebbe venir meno. Il recente rallentamento della spesa per consumi nei Paesi Bassi illustra chiaramente questo effetto.

Si potrebbe andare anche oltre, e chiedersi se il volume della spesa associato alla monetizzazione di plusvalenze immobiliari non debba prima o poi essere ridimensionato, almeno in parte. Gli incrementi di valore che rispecchiano aspettative di una più alta redditività del capitale rappresentano "ricchezza" a tutti gli effetti, che all'occorrenza può essere spesa in anticipo sul realizzo. Se tali aspettative si rivelano corrette, non si rende necessario il reintegro dei fondi. In caso di aumento dei prezzi degli alloggi, tuttavia, il plusvalore dell'attività ha come contropartita il valore delle passività future, ossia i costi abitativi. Il permanere di prezzi elevati tenderà a ridurre nel prevedibile futuro il reddito e la spesa discrezionali di coloro che non posseggono la casa di abitazione. Per converso, in caso di flessione dei prezzi, l'onere dell'aggiustamento futuro ricadrà su quanti si erano indebitati a fronte dell'aumento di valore dell'immobile, spendendone il ricavato. Sono costoro che rischiano di trovarsi di fronte a fallaci guadagni di ricchezza e a un incremento del debito tutt'altro che illusorio.

Un'ultima preoccupazione attiene agli squilibri esterni e alle loro implicazioni per le prospettive di crescita a livello mondiale. In particolare, la spesa per consumi e il connesso disavanzo del conto corrente negli Stati Uniti sono stati finanziati in definitiva con fondi mutuati all'estero. Almeno fino ad epoca recente, gran parte di questi fondi è stata fornita su base volontaria da prestatori del settore privato. Benché gli afflussi di capitali privati verso gli Stati Uniti abbiano assunto sempre più la forma di acquisti obbligazionari, in teoria facilmente reversibili, il rendimento richiesto ha mostrato fino a metà aprile 2004 una tendenza più flettente che ascendente. L'interesse per le attività in dollari USA, in particolare, è stato sorretto dal fatto che gli oneri per il servizio del debito non sono finora cresciuti di pari passo con l'aumento dello stock dell'indebitamento esterno. A fornire un ulteriore contributo è stata inoltre l'aspettativa di un'espansione duratura e relativamente veloce negli Stati Uniti. Nelle attuali circostanze, il rischio reale sarebbe se quelle aspettative andassero disattese. Ne deriverebbe una carenza di finanziamenti esterni, con effetti inibenti sull'economia. Di fatto, il profilo classico dell'aggiustamento del

conto corrente postula – sulla base di una lunga esperienza storica – un tasso di cambio più debole e un calo della domanda interna dal lato dei debitori, e viceversa dal lato dei creditori.

Due nuove realtà sono altresì destinate a influire sulla dinamica del processo di aggiustamento esterno. La prima è l'elevatissimo livello delle attività in dollari nei portafogli internazionali. La prospettiva di una perdita di ricchezza dovuta a un deprezzamento della moneta USA potrebbe rendere queste attività meno attraenti, o finanche ripercuotersi sui rendimenti obbligazionari globali. Al tempo stesso, le perdite realizzate sul portafoglio estero potrebbero frenare la spesa interna nei paesi creditori. E giacché la spesa in tali paesi dovrebbe invece crescere per compensare l'impatto dell'apprezzamento valutario, nessuno dei due effetti tornerebbe utile al processo di aggiustamento. La seconda è la crescente presenza della Cina e – in misura sempre maggiore – dell'India sulla scena commerciale mondiale. I paesi debitori con tassi di cambio calanti cercheranno di trasferire risorse nella produzione di beni e servizi tradabile di fronte alla nuova eccezionale concorrenza. Nel caso in cui il processo di aggiustamento dovesse perdere slancio, ne potrebbe conseguire la necessità di modifiche ancor più incisive sia nei tassi di cambio sia nei livelli relativi di spesa.

Anche la performance del secondo pilastro dell'attuale crescita globale – la domanda interna in Cina – è caratterizzata da squilibri. I risultati economici del paese negli ultimi trimestri sono davvero sbalorditivi, e lasciano presagire persino un'ulteriore accelerazione dell'attività economica. Se consumi ed esportazioni hanno fornito un sostegno, è stata la spesa per investimenti a evidenziare un vigore straordinario. Specie nel settore manifatturiero, stiamo assistendo a un massiccio ampliamento del potenziale produttivo mondiale.

Si potrebbero sollevare due riserve, entrambe collegate al "surriscaldamento". La prima è essenzialmente di medio periodo. Gran parte della spesa cinese per investimenti è stata sostenuta da amministrazioni locali e aziende pubbliche. Nella misura in cui tali mutuatari non sono motivati da considerazioni di redditività, vi è una maggiore probabilità che gli investimenti si rivelino improduttivi. Anche il fatto che questi ultimi si siano accompagnati a ritmi elevatissimi di espansione della moneta e del credito – in un sistema bancario a controllo statale e con scarsa esperienza nel valutare il rischio creditizio – è degno di nota. Agli inizi degli anni novanta si erano osservati fenomeni di questo tipo, sfociati poi in una netta decelerazione dell'attività economica. La differenza è che la Cina svolge oggi un ruolo molto più importante nell'economia mondiale. Se le importazioni del paese dovessero rallentare bruscamente, potrebbero esservi significative ripercussioni sulla crescita in altri paesi asiatici, e persino altrove. In Medio Oriente, Africa e America latina il sostegno finora fornito dagli elevati prezzi del petrolio e di altre materie prime potrebbe anche venir meno, esponendo ulteriormente a shock potenziali diverse economie emergenti già di per sé vulnerabili.

La seconda riserva, di natura più immediata, è la crescente inflazione in Cina. Mentre in passato i prezzi al consumo non sono variati in stretta sintonia con i prezzi alla produzione, questi ultimi stanno ora impennandosi in misura tale da ripercuotersi sulla stessa inflazione al consumo. Hanno inoltre iniziato



ad affiorare carenze in diversi mercati interni, e misure di razionamento vengono di fatto imposte nei comparti in cui i prezzi sono ancora rigidamente controllati. Anche a causa della domanda cinese, i corsi delle materie di base sono in ascesa in tutto il mondo, sebbene in taluni paesi l'apprezzamento della valuta stia mitigando gli effetti dei rincari. È plausibile che tali pressioni comincino altresì a trasmettersi ai prezzi di altri prodotti sia nelle economie industriali sia in quelle emergenti, sempreché – ovviamente – la ripresa globale si mantenga su livelli sostenuti.

Sul versante dei mercati dei capitali le prospettive sono divenute più instabili, benché continuino ad apparire tutto sommato soddisfacenti. Come rilevato nell'Introduzione, la crescita economica è stata sorretta non solo dai bassi tassi ufficiali e dall'aumento della liquidità, ma anche dal rinnovato interesse per l'assunzione di rischio. Ciò nonostante, l'accoglienza dei mercati si è raffreddata negli ultimi mesi, e i rendimenti obbligazionari a lunga e gli spread sovrani hanno curvato bruscamente verso l'alto. Nella migliore delle ipotesi, ne risulterà un aggravio dei costi per i prenditori sovrani (e altri mutuatari con minore affidabilità creditizia); nella peggiore, insorgeranno tensioni finanziarie. Fortunatamente, il più diffuso perseguimento di accorte politiche economiche nei paesi emergenti ha alquanto ridotto la probabilità di problemi generalizzati, sebbene le economie con deboli posizioni di bilancio o di parte corrente rimangano vulnerabili. I più minacciati sembrano essere taluni paesi dell'America latina e, in misura inferiore, dell'Europa centrale e orientale. Per quanto concerne gli spread sui titoli privati, gli effetti sono stati finora avvertiti solo sulle obbligazioni ad alto rischio, stante il calo delle insolvenze societarie e le aspettative di ulteriori flessioni in futuro.

Tuttavia, non è neanche da escludere che l'avversione al rischio cresca sino al punto da penalizzare indiscriminatamente i più e i meno meritevoli. Allo stato attuale, oltretutto, gli alti livelli di leva finanziaria e la dimensione che paiono aver assunto le operazioni di "carry trade" potrebbero implicare ampie e repentine variazioni di taluni prezzi qualora gli operatori cercassero di coprire le proprie esposizioni. Tecniche di copertura dal rischio di variazioni dei tassi di interesse in uso sul mercato ipotecario statunitense potrebbero accentuare tali tendenze, come dimostra l'aumento dei differenziali sugli swap di tasso la scorsa estate.

In questa situazione, è motivo di conforto il fatto che le istituzioni finanziarie dei principali paesi industriali – ad eccezione ancora una volta del Giappone – siano riuscite a superare non pochi di tali shock negli ultimi tempi, e potrebbero persino trovarsi in una condizione migliore rispetto al passato per assorbirne di nuovi. I coefficienti patrimoniali restano elevati e si è registrato un generale miglioramento sia degli indici di inadempienza sia dei profitti, grazie in ampia misura all'abbattimento dei costi, agli accresciuti introiti da commissioni, alla maggiore attenzione per una corretta determinazione del prezzo dei rischi. Soprattutto negli Stati Uniti, ma anche in altre realtà, le banche sono state in grado di redistribuire un ammontare significativo di rischio creditizio attraverso una serie di strumenti per il suo trasferimento. Se diverse grandi istituzioni internazionali hanno intensificato notevolmente la negoziazione in proprio, i loro sistemi di gestione del rischio di mercato sono

generalmente ritenuti adeguati a tale attività. Ciò, naturalmente, presuppone che la liquidità di cui necessitano mercati ad alta concentrazione per effettuare le transazioni richieste sia assicurata anche in periodi di tensione.

Molte altre istituzioni finanziarie, specie le compagnie di assicurazione e di riassicurazione, sembrano aver compiuto progressi rispetto allo scorso anno; vi hanno contribuito in misura considerevole fattori ciclici quali i forti rialzi dei prezzi delle attività, e in particolare dei titoli azionari. Altrettanto può dirsi per gli schemi pensionistici a prestazione definita, i cui problemi di sottocapitalizzazione sono stati ridimensionati in vario modo. Nonostante la rapida crescita di numerosi hedge fund, eventuali tensioni in questo settore non sembrano oggi destinate ad avere ripercussioni sistemiche. In sintesi, non vi sono ragioni evidenti per ritenere che una contrazione del credito da parte di istituzioni finanziarie in difficoltà possa intaccare in qualche maniera la tenuta della ripresa mondiale.

### Politiche per promuovere la stabilità monetaria e finanziaria

L'attuale recupero dell'economia mondiale sembra accelerare sotto l'influsso di politiche macroeconomiche eccezionalmente espansive, e di fatto insostenibili. Malgrado le numerose minacce che incombono sui ritmi futuri di crescita, lo scenario dominante prefigura una ripresa duratura e persino in aumento. Sulla base di questo assunto, la sfida per le politiche monetarie e fiscali nell'immediato consiste nel ripristinare condizioni di maggiore normalità, avendo cura di evitare ogni spinta all'instabilità. A più lunga scadenza, la sfida sarà quella di istituire un più solido quadro di riferimento, atto a promuovere la stabilità monetaria e finanziaria in un'economia globale la cui infrastruttura è mutata radicalmente ed è tuttora soggetta a continui cambiamenti.

Per gli Stati Uniti il problema a breve termine risiede nella maggiore o minore rapidità con cui inasprire la politica monetaria, una decisione che richiede un'attenta comparazione delle perdite che potrebbero derivare da un ritmo troppo veloce ovvero da uno troppo lento. Da un lato, finché sussistono dubbi circa la sostenibilità della ripresa, un "approccio lento" presenta ovvi vantaggi. La stessa conclusione vale nel caso in cui si reputi che i guadagni di produttività correnti abbiano creato una situazione di sottoutilizzo di capacità tale da impedire un aumento dell'inflazione, anche in presenza di una crescita più sostenuta. In altri termini, un aumento eccessivamente veloce dei tassi ufficiali comporta molto probabilmente costi economici in termini reali. Dall'altro lato, il mantenimento dei tassi agli attuali livelli storicamente bassi potrebbe inavvertitamente condurre a una recrudescenza dell'inflazione in seguito; vi è altresì il rischio che esso possa concorrere a un ulteriore accumulo di squilibri finanziari, che col tempo potrebbe gravare sull'economia reale. Se l'esigenza di ricercare un giusto equilibrio fra le opzioni disponibili è ovvia, la risposta appropriata lo è molto meno.

Il dilemma è accentuato dal fatto che anche i tassi a lunga, e non solo quelli ufficiali, paiono ancora piuttosto bassi nonostante la recente risalita. I tassi a lungo termine sono stati inoltre interessati di recente da episodi di alta volatilità. Occorre tener presente il rischio che, nella loro ascesa, i tassi di



interesse possano reagire a dismisura, rallentando il recupero dell'economia statunitense e producendo al tempo stesso effetti indesiderati sui mercati obbligazionari esteri. Presumibilmente, questo rischio è più elevato nell'ipotesi di "approccio lento", dove maggiore è la probabilità che le aspettative inflazionistiche aumentino, e che si renda quindi necessario un drastico aggiustamento dei tassi ufficiali.

Il ricorso a una strategia di comunicazione per gestire le aspettative degli operatori circa i futuri aumenti dei tassi ufficiali può rivelarsi essenziale al fine di assicurare che la volatilità di mercato non divenga eccessiva. Tuttavia, l'esperienza recente mostra come questo compito sia tutt'altro che facile. In un contesto di alti livelli di debito e di crescenti disavanzi pubblici, i mercati potrebbero dividersi in due fazioni. La prima potrebbe sospettare che vi sia maggiore tolleranza nei confronti dell'inflazione o, cosa più verosimile, che quest'ultima finisca inavvertitamente per accelerare. L'altra potrebbe temere un processo altrettanto involontario di debito/deflazione, destinato a innescare movimenti dei prezzi nella direzione opposta.

Alla luce di tutto ciò la chiarezza è quanto mai raccomandabile, soprattutto per quanto concerne gli obiettivi di politica economica. Considerazioni tattiche sulla "politica di uscita" della Federal Reserve dall'indirizzo espansivo potrebbero spiegare in parte il rinnovato interesse per obiettivi espliciti di inflazione negli Stati Uniti. Considerazioni analoghe sono state formulate in Giappone, dove la lotta alla deflazione della banca centrale ha creato un imponente eccesso di riserve bancarie dagli effetti potenzialmente inflazionistici. La scelta di un sistema basato sull'"inflation targeting" sarebbe utile per inviare – specie ai mercati obbligazionari – il messaggio che le autorità non intendono lasciare l'inflazione in balia di se stessa. Se sia poi opportuna altrettanta chiarezza in ciò che concerne la futura definizione degli strumenti di politica monetaria è più opinabile: qualora essa incoraggiasse strategie di leva e l'assunzione di posizioni, e le condizioni oggettive dovessero in seguito cambiare comportando manovre a sorpresa, gli effetti negativi potrebbero essere ingenti.

La scelta di un quadro di riferimento a medio termine – per la politica monetaria così come per altre politiche – va tuttavia basata principalmente su considerazioni di ordine più strategico. Il dibattito sui pro e i contro dell'"inflation targeting" è tuttora in corso. Fra i meriti di questo sistema figurano la chiarezza di intenti, la maggiore credibilità laddove gli obiettivi vengono raggiunti e la maggiore responsabilizzazione nel caso contrario. Viceversa, si potrebbe argomentare che esso non aggiunge credibilità alla posizione di banche centrali con solidi precedenti in tema di lotta all'inflazione, e che potrebbe rivelarsi troppo rigido per affrontare le complessità di un mondo moderno in cui gli squilibri finanziari possono emergere con maggiore rapidità.

In effetti, un numero crescente di banche centrali sembra ritenere che – alla luce di tali squilibri – potrebbe essere talora opportuno modificare l'orientamento monetario anche in presenza di prospettive apparentemente favorevoli per l'inflazione dei prezzi al consumo nel breve termine. Allo scopo di evitare che i mercati vedano negli scostamenti dal quadro prefissato il ritorno a una discrezionalità di fatto, se non anche una maggiore condiscendenza verso l'inflazione in futuro, potrebbe essere raccomandabile che le autorità monetarie

rendano note in anticipo tali contingenze. La presenza di vincoli accessori nella conduzione della politica monetaria non sembrerebbe porre un problema significativo alle banche centrali che perseguono obiettivi espliciti di inflazione e che godono di un'affermata reputazione. Anzi, la sola prospettiva che tali vincoli siano attivati potrebbe avere l'ulteriore effetto benefico di moderare fin dall'inizio l'accumulo di eccessi finanziari.

Una seconda considerazione di medio termine interessa non solo le politiche monetarie, ma anche quelle fiscali, prudenziali e strutturali. Si potrebbe argomentare che sia in genere necessaria una maggiore simmetria nell'applicazione delle politiche durante il ciclo economico – intervenendo con pari vigore nelle fasi ascendenti e in quelle discendenti –, per evitare che si accumulino problemi di più lungo periodo. Si consideri anzitutto il caso della politica monetaria, specie nel contesto di una ripresa accompagnata da crescenti squilibri finanziari. Un indirizzo iniziale generalmente più restrittivo potrebbe frenare gli eccessi maggiori, ovviando così alla necessità di drastici allentamenti successivi. Un siffatto approccio potrebbe ridurre non solo il rischio di aggravare gli squilibri esistenti, ma anche la probabilità di toccare la soglia zero dei tassi ufficiali. Sul versante della politica di bilancio, la recente esperienza di Francia e Germania costituisce un chiaro esempio di come la mancanza di un adeguato rigore fiscale durante la ripresa possa restringere lo spazio di manovra nella fase di rallentamento dell'economia. Le normative contabili che consentono di attenuare indebitamente la percezione delle future perdite su crediti nei periodi favorevoli, salvo poi ad accrescerla in fase di recessione allorché quelle perdite si concretizzano, sono un altro aspetto dello stesso problema. Infine, la mancata attuazione di riforme strutturali nei momenti di alta congiuntura significa o che tali riforme non saranno mai introdotte o che verranno proposte quando i tempi sono già incerti, pregiudicando così il clima di fiducia a breve termine.

Un'ulteriore questione di medio periodo attiene alla scelta del regime valutario. Alla luce della dimensione del disavanzo corrente statunitense e delle attuali eccedenze in Asia, è stato asserito che il mantenimento del tasso di cambio fisso fra il renminbi cinese e il dollaro USA costituisce un ostacolo al processo di aggiustamento globale. Inoltre, esso potrebbe contribuire all'eccessiva espansione del credito ora osservata in Cina. Questi effetti sono stati amplificati da quando, in coincidenza con il calo parallelo di renminbi e dollaro, diverse altre autorità monetarie asiatiche hanno parimenti aggiustato le loro politiche, ad esempio intensificando gli interventi sul mercato dei cambi. Ne è conseguito in molti casi un deprezzamento in termini effettivi delle valute asiatiche. In taluni paesi, le preoccupazioni per la perdita di competitività e di posti di lavoro sono state acuite dal desiderio di accumulare riserve da utilizzare per eventuali crisi future. Di ciò si è talvolta parlato in termini di "lezione" appresa dalla crisi asiatica. Ancorché valido, questo insegnamento non dovrebbe offuscarne un altro, che pure deriva da quel periodo: il mantenimento del tasso di cambio reale su livelli bassi attira flussi di capitali che possono aumentare le probabilità di crisi.

Sulla base di ciò, sarebbe semplice e comodo concludere che la Cina, e gli altri paesi asiatici a loro volta, debbano rimuovere i rimanenti controlli

sui movimenti di capitale e lasciar fluttuare più liberamente le loro valute. Purtroppo, questa semplice deduzione potrebbe non essere quella giusta. La Cina svolge un ruolo centrale nelle decisioni di politica valutaria della regione, ed è confrontata ad alcuni vincoli interni assai peculiari. I mercati finanziari del paese si trovano ancora a uno stadio precoce di sviluppo; il sistema bancario continua a presentare enormi problemi; a tutt'oggi non sono operanti strutture in grado di assicurare un'efficace sorveglianza prudenziale. Svincolare il tasso di cambio in assenza di adeguati controlli sui movimenti di capitale potrebbe avere conseguenze difficilmente prevedibili, forse altamente indesiderabili. Una soluzione più ragionevole, peraltro non scevra di ostacoli tecnici, potrebbe essere quella di procedere a una rivalutazione del renminbi e ancorarlo a un paniere di valute. Ma anche questa soluzione non va considerata come un rimedio assoluto per i problemi di surriscaldamento dell'economia cinese, né per gli squilibri dell'interscambio mondiale.

E per rimanere in tema di surriscaldamento, le autorità cinesi devono cercare di soddisfare numerose esigenze contrastanti con uno strumentario imperfetto. Presumibilmente, esse preferirebbero ricorrere a misure restrittive basate sul mercato, come un aumento dei tassi di interesse, ma simili strumenti non operano ancora in modo efficace. D'altronde, molti dei vecchi controlli amministrativi e politici che avevano permesso all'apparato centrale di esercitare un'influenza pervasiva risultano ora smantellati in tutto o in parte. Con ogni probabilità, le autorità continueranno a incoraggiare sviluppi indotti dal mercato, pur impiegando tutti i poteri di comando e controllo di cui ancora dispongono per contenere la spesa e il credito. Lo stesso orientamento espansivo della politica di bilancio potrebbe essere ridimensionato; ciò rischierebbe però di acuire il problema della disoccupazione, che continua ad affliggere soprattutto le aree rurali. La sola certezza è che, dopo anni di costanti progressi in direzione dell'economia di mercato, le autorità cinesi sono oggi poste dinanzi a sfide assai impegnative.

Per quanto riguarda il commercio mondiale, la situazione presente è il frutto di annosi squilibri che vanno forse al di là dei meri disallineamenti del cambio. La questione fondamentale è che gli attuali saggi di risparmio in Asia sono troppo elevati in relazione alle opportunità interne di investimenti redditizi, mentre quelli dell'emisfero occidentale (segnatamente degli Stati Uniti) sono troppo bassi. Tuttavia, se è facile formulare diagnosi e raccomandazioni, altra cosa è metterle in pratica, quantomeno dal lato dei paesi creditori. Una flessione del risparmio in Asia potrebbe essere incoraggiata da un allentamento delle condizioni creditizie, destinato a stimolare la spesa per consumi. Ma la recente esperienza di Corea e Thailandia sta a indicare come questo processo possa sfuggire di mano. Anche gli investimenti asiatici, ad eccezione della Cina, sono stati molto bassi a partire dalla crisi e potrebbero parimenti essere stimolati. Ancora una volta, la situazione attuale in Cina – così come quella del Giappone sul finire degli anni ottanta – mette in cruda evidenza i pericoli insiti in tali politiche. Va ricordato che il boom degli investimenti giapponesi era stato anche la conseguenza indiretta di politiche espansive volte ad alleviare gli squilibri commerciali allora esistenti.

Per correggere gli squilibri nell'interscambio mondiale occorre sì il contributo dei creditori, ma anche quello dei debitori. Negli Stati Uniti in particolare, vi è un chiaro problema di "deficit gemelli". E altrettanto chiara è l'esigenza di ridurre il disavanzo fiscale. Ma asserire che questo è parte del problema statunitense non equivale a dire che sia il nocciolo di quel problema. Il passivo di parte corrente è lievitato negli anni novanta, molto prima del rapido deterioramento dei conti pubblici. In realtà, da un più attento esame emerge come la causa sottostante sia stata la prolungata dinamica flettente del risparmio netto delle famiglie USA. Purtroppo, la teoria offre scarsi consigli sul modo in cui impiegare la politica economica per invertire tale tendenza in maniera ordinata. Vi è inoltre il rischio di un aggiustamento troppo rapido da parte delle famiglie statunitensi qualora le loro attuali ipotesi sui livelli futuri del reddito e della ricchezza si rivelassero eccessivamente ottimistiche.

Gli squilibri esterni potrebbero essere ridotti anche da politiche di stimolo fiscale messe in atto da altre economie del mondo industriale. Tuttavia, un debito pubblico a livelli già elevati, congiunto con l'invecchiamento della popolazione, impone vincoli significativi. Il debito rappresenta un fardello sui futuri contribuenti, che dovranno assicurarne il servizio. Le pensioni costituiscono un aggravio ulteriore, giacché le prestazioni previdenziali e assistenziali si basano per lo più su sistemi a ripartizione. Vi è il pericolo che una collettività sempre meno numerosa di contribuenti si trovi prima o poi a dover sopportare un onere troppo pesante e, pertanto, che i governi finiscano col disconoscere di fatto le proprie obbligazioni, con il rischio di conseguenze destabilizzanti per il sistema. Questa prospettiva grava in primo luogo sul Giappone e sull'Europa continentale, ma col tempo potrebbe interessare gli Stati Uniti e persino alcune economie emergenti. Alla luce di ciò, è necessario tenere i livelli del debito sotto stretto controllo evitando ogni possibile incremento. Anche nel caso in cui si ritenga che la fase corrente del ciclo non giustifichi misure di inasprimento a breve scadenza, occorre che siano operanti credibili programmi per il riequilibrio delle finanze pubbliche nel medio termine. A tal fine, per molti paesi potrebbe essere opportuno annunciare tagli ai futuri diritti pensionistici, in modo che i singoli cittadini possano premunirsi. Un utile passo preliminare potrebbe essere quello di comunicare in maniera ancor più assertiva all'opinione pubblica la realtà delle cifre. Se in teoria l'aritmetica mal si presta a essere messa in discussione, in pratica sarà un'ardua e lunga opera di convincimento.

L'adozione di riforme strutturali nei paesi industriali potrebbe parimenti servire ad attenuare l'onere del debito – pubblico o privato – innalzando il potenziale produttivo dell'economia e i connessi livelli di reddito pro capite. Per gli Stati Uniti, che pure sembrano avere imboccato un sentiero di più rapida crescita, potrebbero rivelarsi utili talune riforme strutturali. Politiche energetiche, assistenza sanitaria, crescenti costi del contenzioso legale sono altrettanti ambiti che meritano attenta considerazione. Nell'Europa continentale occorre chiamare in causa i "soliti sospetti": riforme del mercato del lavoro per accrescere l'occupazione, deregolamentazione dei servizi, creazione di mercati realmente paneuropei. Ovunque, ma forse più chiaramente in

Giappone, si renderanno necessarie politiche che spostino lavoro verso la produzione di beni e servizi non destinati all'interscambio man mano che si intensifica la concorrenza internazionale. All'interno dei settori tradabile potrebbe essere opportuno incrementare la produzione a più elevato valore aggiunto, e potenziare di conseguenza l'istruzione e la formazione professionale. Se per i governi già alle prese con problemi di bilancio non sarà agevole reperire fondi, un buon inizio potrebbe consistere nel tagliare senza remore spese improduttive e trasferimenti superflui.

Per innalzare il potenziale produttivo e mantenerlo pienamente utilizzato è necessario coniugare efficienza e stabilità nel sistema finanziario. Sfortunatamente, in alcuni paesi i presupposti non sono ottimali: i prenditori continuano a ricorrere esclusivamente al credito bancario e le banche fissano i prezzi per il rischio in misura spesso inferiore al dovuto. Inoltre, su diversi sistemi bancari grava ancora l'onere dei prestiti in sofferenza accumulati in passato. Se il Giappone sembra compiere progressi nelle ristrutturazioni bancarie e societarie, dopo un decennio di false partenze, la Cina ha cominciato solo ora ad affrontare i problemi del settore bancario.

Per quanto difficile sia ricapitalizzare le banche commerciali, una sfida ancor più ardua sarà quella di assicurare che tali istituzioni possano operare proficuamente nel tempo. A quest'ultimo riguardo, uno dei pericoli più insidiosi risiede nelle persistenti ingerenze politiche. A dire il vero, l'erogazione guidata di credito ai settori che godono del sostegno statale sembra incontrare sempre minor favore, persino in paesi come la Cina e l'India. Ciò nonostante, i danni che possono essere portati al settore privato tramite la concorrenza di istituzioni finanziarie patrocinate dallo Stato non sono ancora adeguatamente riconosciuti. L'influenza del sistema di risparmio postale in Giappone, delle banche a partecipazione statale in Germania e delle agenzie di emanazione governativa negli Stati Uniti è pervasiva, e solo l'Europa ha adottato iniziative concrete per porre un freno al sostegno pubblico. Sia nei paesi industriali che in molte economie di mercato emergenti occorre ponderare rigorosamente costi e benefici di tale sostegno per il settore finanziario.

Anche i paesi che dispongono di sistemi finanziari solidi devono impegnarsi per mantenerli tali. Una fragilità strutturale evidente quasi ovunque è la carenza di informazioni accurate necessarie a valutare lo stato di salute delle società e delle istituzioni che le finanziano, nonché le vulnerabilità finanziarie che ne conseguono per l'economia nel suo complesso. Con riguardo a ognuno di questi aspetti, l'informativa dovrebbe fornire chiare indicazioni su tre ambiti distinti: primo, la situazione finanziaria corrente delle singole imprese e del sistema economico in generale; secondo, il profilo di rischio prospettico; terzo, le incertezze connesse con tali stime.

Per ciò che concerne il primo ambito, la professione contabile sta guidando le iniziative volte a stabilire criteri internazionali uniformi nel reporting finanziario delle imprese. È indispensabile che tale lavoro venga condotto felicemente a termine, valutando con la dovuta attenzione in che misura sia possibile iscrivere le attività e passività al loro valore corrente di mercato. Riguardo al secondo ambito, negli anni recenti il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha attribuito maggiore enfasi all'informativa in materia

di profili di rischio delle singole istituzioni finanziarie. Con il buon esito dei negoziati e l'applicazione del Basilea 2, la rilevanza della misurazione e della gestione del rischio a livello delle istituzioni è destinata ad aumentare ulteriormente. Sul versante macroprudenziale, inoltre, il Forum per la stabilità finanziaria e altri organismi hanno evidenziato in misura crescente le vulnerabilità sistemiche e l'esigenza di costruire indicatori preventivi per individuare tempestivamente i problemi. In tutte queste iniziative occorre proseguire risolutamente lungo il cammino intrapreso. Una speciale cura andrà posta nello sviluppo di metodologie atte a valutare le fragilità sistemiche derivanti da situazioni in cui le istituzioni finanziarie subiscono shock comuni, ai quali potrebbero senz'altro reagire in modo uniforme. Relativamente al terzo ambito, ben pochi progressi sono stati compiuti finora nel portare alla luce le incertezze connaturate in ogni misurazione empirica.

Dobbiamo individuare le lacune presenti nelle informazioni di cui necessitiamo per un corretto governo dell'economia, e quindi assumere iniziative per colmarle. Economie di costo nella raccolta e nell'analisi delle informazioni occorrenti a tal fine potrebbero rivelarsi un falso risparmio. Frattanto, nel prendere umilmente atto dei limiti delle nostre conoscenze, dobbiamo improntare la conduzione delle politiche a una prudenza maggiore di quella altrimenti dovuta. In quasi tutti i campi dell'azione umana, l'esperienza storica insegna che l'umiltà è il miglior presidio contro esiti davvero infausti.



