

I. Introduzione: fin qui, tutto bene

In occasione del 75° anniversario della BRI appare opportuno, in questa Relazione, guardare in retrospettiva a un periodo più lungo del consueto. Certo, un discorso incentrato sugli avvenimenti dell'ultimo esercizio finanziario presenterebbe alcuni vantaggi, e in particolare il fatto che gli argomenti risulterebbero familiari persino al lettore occasionale di quotidiani. Ma vi sono anche inconvenienti nel focalizzare l'attenzione sul recente passato. Anzitutto, si rischia di non prestare adeguata attenzione alle implicazioni dei cambiamenti strutturali di fondo intervenuti nell'economia. È facile che sviluppi di grande portata ma di lenta maturazione non vengano colti appieno da un'analisi incentrata su periodi brevi. Un secondo rischio correlato è che gli eventi vengano considerati in maniera isolata, e non come conseguenza dinamica di sviluppi ben anteriori. Infine, vi è la possibilità che si formulino raccomandazioni poco lungimiranti, con il pericolo che le soluzioni di oggi diventino il problema di domani. Tutte queste considerazioni sottolineano i pregi di una disamina che non si fermi allo stato corrente dell'economia mondiale, ma consideri anche le forze che l'hanno plasmata e che continueranno a plasmarla in futuro.

Negli ultimi due decenni circa si sono affermate nell'economia mondiale varie tendenze, alcune benefiche altre meno, dalle quali non si sono sostanzialmente discostate neppure le dinamiche recenti. Ciò ha spesso indotto gli ottimisti al pari dei pessimisti a commentare: "fin qui, tutto bene". I primi non vedono perché gli aspetti positivi di questi andamenti di lungo periodo non debbano perdurare. I secondi si soffermano piuttosto su questioni di fondo come gli squilibri interni ed esterni, e vi scorgono potenziali problemi per l'avvenire.

La presente Introduzione inizia con una rassegna degli sviluppi salienti cui si è accennato, per poi formulare alcune interpretazioni alternative. I successivi capitoli della Relazione annuale analizzano separatamente le varie ipotesi avanzate, fornendo gli elementi di supporto alle Conclusioni. Le questioni oggetto di esame gravitano intorno a due interrogativi: quali politiche potrebbero essere più adatte a preservare i molti aspetti che nell'odierno contesto economico e finanziario sono fonte di soddisfazione? e, nel più lungo termine, è forse necessario un nuovo quadro di stabilizzazione macrofinanziaria che impedisca in futuro l'accumulo di squilibri sia interni che internazionali?

Va fin d'ora sottolineato che entrambi gli interrogativi sollevano questioni difficili. È probabile che vi siano divergenze di opinione riguardo alle scelte paradigmatiche ovvero alle opzioni interne ai singoli paradigmi. Ne consegue che non sarà agevole pervenire a un consenso internazionale sulle risposte a tali quesiti. Eppure, uno sguardo alla lunga esperienza maturata dalla BRI nel promuovere la cooperazione fra banche centrali, con il crescente

coinvolgimento di altre parti interessate, offre motivi di ottimismo; basti pensare a quanti accordi in passato sono stati di fatto raggiunti in circostanze altrettanto controverse.

Tendenze economiche e finanziarie negli ultimi decenni

Guardando agli ultimi due decenni circa spiccano quattro sviluppi salienti. Anzitutto, il salutare calo in tutto il mondo del livello dell'inflazione, e della sua volatilità. In secondo luogo, l'espansione generalmente robusta dell'economia mondiale, anch'essa accompagnata da una minore volatilità a breve, con l'importante eccezione della debole crescita in Giappone e, più di recente, in Germania. Un terzo fenomeno di rilievo è poi l'ampliamento degli squilibri esterni. Da ultimo, va rilevata la crescente incidenza dei boom del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti, seguiti spesso da difficoltà finanziarie di varia natura.

A grandi linee queste tendenze consolidate si sono potute riscontrare anche durante l'esercizio della BRI chiuso a fine marzo 2005. Tuttavia, nel corso del 2004 hanno cominciato ad accumularsi evidenze che indicavano come più probabile una svolta su più fronti. Le pressioni inflazionistiche risultavano in rialzo, nonostante i segni di rallentamento nella crescita del prodotto dei paesi industriali. Inoltre, hanno cominciato a cedere i prezzi di molte attività finanziarie, che ormai apparivano sempre più dissociati sia dai fondamentali sia dal clima di crescente incertezza riguardo alle prospettive economiche.

Tornando agli sviluppi di più lungo periodo, l'inflazione in tutti i paesi industriali è fortemente calata rispetto alle punte massime toccate negli anni settanta. Un andamento analogo è osservabile anche nella maggioranza delle economie emergenti. Persino nei paesi afflitti in passato da iperinflazione, in particolare in America latina, oggi in genere la progressione dei prezzi non è più a due cifre. Particolarmente significativo è il fatto che in epoca recente in Argentina e Brasile le conseguenze dei forti deprezzamenti non abbiano rinfocolato le aspettative di inflazione, come invece era quasi sempre accaduto in precedenza. Le pressioni inflazionistiche globali si sono attenuate a tal punto che in Cina, Hong Kong SAR e Giappone sono stati di fatto registrati episodi deflazionistici, e la deflazione è per breve tempo apparsa come una possibilità concreta negli Stati Uniti, in Germania e in Svezia.

Durante l'anno trascorso i rincari delle materie prime, specie del petrolio, hanno infine iniziato a ripercuotersi sulle linee di produzione pressoché ovunque. Negli Stati Uniti, poi, si è temuto sempre più che anche l'inflazione di base dei prezzi al consumo potesse muoversi al rialzo e che un ulteriore deprezzamento del dollaro accentuasse tali pressioni. Nondimeno, è ancora troppo presto per stabilire se la precedente tendenza si sia esaurita. Vi è tutto un insieme di evidenze empiriche che mostrano in effetti come ultimamente gli episodi di ripresa dell'inflazione siano divenuti molto meno persistenti, la trasmissione dei tassi di cambio ai prezzi interni sia considerevolmente diminuita e le aspettative inflazionistiche siano ancorate su livelli bassi, molto più saldamente che in passato. A ciò vanno aggiunti i recenti massicci

incrementi della capacità produttiva in Cina e India, di cui si cominciano ad avvertire gli effetti. In definitiva, il verdetto sul futuro corso dell'inflazione è ancora incerto.

Un secondo sviluppo saliente è la tendenza verso una più rapida espansione economica a livello mondiale, spesso associata a una minore volatilità del prodotto nel breve termine. Per quanto concerne il ritmo di crescita, nei paesi industriali si sono allungate le fasi espansive, mentre in molte economie emergenti l'attività produttiva ha segnato una decisa svolta ascendente. La Cina, ad esempio, ha registrato un'espansione media annua del 10% circa negli ultimi vent'anni, e anche l'economia dell'India pare procedere a un ritmo notevolmente più rapido se confrontato a due decenni or sono. Insieme, questi due paesi concorrono oggi alla crescita mondiale in misura assai maggiore che nel recente passato. Quanto alla volatilità del prodotto, le contrazioni cicliche sono in genere divenute meno frequenti e meno severe. Negli ultimi vent'anni circa la crescita negli Stati Uniti è stata interrotta solo due volte, dalla blanda recessione del 1990-1991 e da quella, ancor più blanda, del 2001-2002. All'opposto, come si vedrà più avanti, tutti i paesi colpiti negli ultimi decenni da crisi finanziarie sono stati interessati al culmine della crisi da gravi episodi recessivi. Inoltre, nel caso del Giappone la crescita rapidissima osservata per tutti gli anni ottanta ha ceduto il passo a una tendenza del prodotto molto più fiacca dopo lo scoppio della bolla speculativa.

Gli andamenti nel periodo sotto rassegna risultano anche per questo aspetto sostanzialmente in linea con le tendenze di più lungo periodo. In molti paesi industriali i tassi di crescita sono stati elevati, sospinti ancora una volta dall'importante stimolo fornito dai consumi e dall'edilizia residenziale, e gli investimenti fissi hanno infine cominciato a reagire al forte aumento dei profitti. Giappone, Germania e Italia sono rimasti generalmente indietro, anche se agli inizi del 2005 sono emersi alcuni segnali incoraggianti. Nelle economie emergenti la crescita è stata davvero ragguardevole, malgrado sia intervenuta una certa moderazione con il procedere del periodo in esame. In Cina, nonostante l'impiego di misure sia amministrative che di mercato per contenere l'espansione, nel complesso la decelerazione è stata modesta. Inoltre, se dapprima alcuni settori particolarmente esuberanti avevano accennato a un rallentamento più marcato, in seguito sono emerse indicazioni di un rapido recupero.

Anche se gli sviluppi economici sopra descritti sono in generale soddisfacenti, vanno segnalate due altre tendenze di più lungo periodo, non altrettanto positive. La prima attiene agli squilibri di conto corrente a livello mondiale. Da almeno quindici anni il disavanzo esterno statunitense si muove al rialzo, accompagnato da un debito estero crescente, sebbene ancora relativamente contenuto. Specularmente, vari altri paesi hanno registrato ingenti eccedenze, non da ultime le economie a più lenta crescita di Germania e Giappone. Il periodo in esame non costituisce un'eccezione. In percentuale del PIL, il disavanzo degli Stati Uniti ha toccato livelli senza precedenti (sfiorando il 6%), e ciò malgrado una riduzione di oltre il 20% nel valore effettivo reale del dollaro rispetto al picco degli inizi del 2002. Mai prima d'ora un paese a moneta di riserva aveva fatto registrare un disavanzo corrente di tale entità.

Le preoccupazioni per le conseguenze a termine di tali squilibri esterni sono accentuate da un'altra tendenza di più lungo periodo: il sistema finanziario internazionale sembra essere sempre più incline a turbolenze di varia natura. Le crisi messicana, asiatica e russa dello scorso decennio hanno evidenziato la forza con cui gli shock possono trasmettersi sia fra mercati finanziari liberalizzati sia fra paesi. La volatilità a breve termine nei mercati finanziari – spesso associata al repentino prosciugarsi di una liquidità precedentemente abbondante (come in occasione del collasso di Long-Term Capital Management, LTCM) – ha rappresentato a tratti un'altra fonte di turbolenza. I fallimenti di piccola entità ma di grande clamore di alcune società finanziarie (come Drexel Burnham Lambert e Barings) hanno accresciuto la consapevolezza dei problemi che potrebbero insorgere nel caso in cui a trovarsi in difficoltà fossero istituzioni di maggiori dimensioni e complessità. Infine, le perdite finanziarie associate a rischi operativi appaiono tendenzialmente in aumento, non solo per effetto dell'accresciuta sofisticatezza e dipendenza informatica dei moderni sistemi finanziari, ma anche per problemi di governo societario (come per Enron, Parmalat e AIG) e per la nuova realtà della minaccia terroristica (11 settembre 2001).

Ma il fenomeno singolo più notevole in ambito finanziario è stata la ricorrenza dei cicli *boom and bust* del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti. Un primo ciclo ebbe inizio nei paesi industriali negli anni settanta, e interessò i mercati sia azionario sia immobiliare. Ve ne fu poi un secondo, cominciato a metà anni ottanta e conclusosi con il crollo dei prezzi immobiliari pochi anni dopo. I paesi nordici, la Germania e il Giappone figurarono tra i più colpiti, ciascuno reso vulnerabile da ulteriori problemi interni, ma molti altri paesi furono contagiati dal clima di esuberanza. Inoltre, appare sempre più evidente che ci troviamo oggi nella fase avanzata di boom di un terzo ciclo di questo tipo, risalente alla ripresa economica di metà anni novanta. I primi a risentirne sono stati i prezzi azionari, ma dopo il loro crollo agli inizi del 2001 lo slancio impartito dalla domanda si è trasferito al mercato degli immobili residenziali. Davvero non è esagerato affermare che, nell'ultimo anno circa, il fenomeno dell'ascesa dei prezzi delle abitazioni ha acquisito dimensioni mondiali. In gran parte dei paesi industriali il mercato degli immobili residenziali presenta sintomi di surriscaldamento. E lo stesso può dirsi per molte economie emergenti, ivi comprese Cina e Corea.

Quasi sempre la fase contrattiva dei cicli del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti è stata accompagnata da turbative di varia natura che hanno rallentato la successiva ripresa economica. Gli effetti più gravi sono in genere scaturiti da crisi vere e proprie del sistema bancario, come accaduto nei paesi nordici verso la fine degli anni ottanta, in Messico nel 1994 e in vari paesi asiatici nel 1997-1998. I connessi costi economici sono stati solitamente massimi allorché il ricorso su larga scala all'indebitamento estero in valuta ha contribuito al successivo insorgere di crisi congiunte a livello bancario e valutario. Fortunatamente negli ultimi anni lo stato di salute complessivo dei sistemi finanziari nella maggioranza dei paesi industriali sembra essere alquanto migliorato. Per l'Europa orientale e l'America latina, dove la presenza locale di banche estere è sensibilmente aumentata nell'ultima decina di anni,

sembra possibile giungere a conclusioni analoghe. Per contro, in alcune parti dell'Asia la robustezza sistemica resta discutibile. In particolare, la rapida espansione del credito in atto in Cina potrebbe senz'altro tradursi col tempo in un'impennata dei prestiti in sofferenza.

In ogni caso, pur tralasciando gli episodi di crisi, gli ultimi decenni offrono numerosi esempi di istituzioni finanziarie che, indebolite dalle perdite, hanno decurtato l'attività di prestito, con ripercussioni negative sull'economia reale. Anche la sovradilatazione dei bilanci di imprese e famiglie e il fardello degli investimenti di capitale improduttivi sembrano avere talora esercitato effetti frenanti. Il decennale calo degli investimenti societari in Germania e Giappone, la perdurante debolezza degli investimenti postcrisi nella maggior parte dei paesi asiatici (esclusa la Cina) e il recente ristagno dei consumi in Corea e nei Paesi Bassi sono tutte possibili illustrazioni di tale fenomeno. In questa prospettiva storica, il proseguimento lo scorso anno della tendenza di più lungo periodo verso un crescente indebitamento delle famiglie in molti paesi industriali, specie in quelli caratterizzati da un'espansione economica relativamente rapida, merita di essere seguito con attenzione. Lo stesso vale per i bilanci del settore produttivo cinese, ammesso che i dati fondamentali siano sufficientemente affidabili da validare una siffatta analisi.

Da dove veniamo e dove stiamo andando?

Spiegare in modo conciso questi sviluppi macroeconomici globali rappresenta una grande sfida analitica. Quel che emerge chiaramente è che essi sono intervenuti sullo sfondo di almeno tre trasformazioni strutturali positive nell'economia mondiale. In primo luogo, la liberalizzazione delle economie di molti paesi emergenti ha messo in moto forze competitive che hanno indotto importanti cambiamenti anche nell'area industriale. L'integrazione della Cina e dei paesi ex socialisti nell'economia di mercato internazionale rappresenta in effetti un evento senza precedenti. In secondo luogo, vi è stato un analogo processo di liberalizzazione dei mercati finanziari, che li ha resi al tempo stesso più efficienti e più globali. Infine, le autorità monetarie di quasi tutto il mondo si sono sempre più concentrate sull'obiettivo di ridurre l'inflazione a livelli contenuti e di preservare successivamente la stabilità dei prezzi. Quel che invece non emerge con altrettanta chiarezza è se l'interazione di queste forze strutturali abbia avuto o possa ancora avere effetti indesiderati. I massicci cambiamenti intervenuti sollevano quantomeno interrogativi sulle dinamiche delle moderne economie e, in prospettiva, incertezze riguardo all'appropriata conduzione delle politiche. Questi argomenti saranno ripresi nelle Conclusioni di questa Relazione.

Tra i fenomeni sopra citati, l'inflazione bassa e stabile è forse il più semplice da spiegare. Con il riconoscimento dei danni provocati da un'inflazione alta e volatile durante gli anni settanta, nell'opinione pubblica è maturato un consenso a favore di una sua riduzione, in termini di livello e di volatilità, a opera dei banchieri centrali, un compito che questi hanno saputo assolvere con ammirevole successo. E il loro conseguente impegno per la stabilità dei prezzi ha concorso in maniera sostanziale al mantenimento di una bassa

inflazione quasi ininterrottamente durante gli ultimi due decenni. In particolare, le aspettative sull'andamento futuro dei prezzi risultano ancorate molto più saldamente che in passato, e il processo di determinazione dei salari appare quindi più stabile. La sempre maggiore diffusione di regimi con obiettivi espliciti di inflazione nelle economie emergenti testimonia dell'efficacia delle politiche antinflazionistiche.

È un fatto, tuttavia, che i banchieri centrali sono stati anche agevolati dalle potenti forze non monetarie operanti a sostegno della disinflazione, specie negli ultimi quindici anni circa. Nei paesi industriali si è avuto un processo continuo (sebbene ancora disomogeneo) di liberalizzazione dei mercati di beni e servizi, nonché dei fattori di produzione. I progressi tecnologici hanno anch'essi stimolato la crescita della produttività in alcuni paesi, in particolare negli Stati Uniti, mentre molti altri hanno beneficiato dei trasferimenti di tecnologia. La globalizzazione e l'impatto dei massicci incrementi nell'offerta di manufatti, specie dalla Cina e da altre economie in transizione, sono all'origine della pressoché decennale tendenza calante dei prezzi dei beni oggetto di scambio internazionale. La crescente mobilità internazionale della manodopera, la sempre maggiore contendibilità dei mercati del lavoro e la minaccia della delocalizzazione verso aree a più basso costo hanno prodotto effetti disinflazionistici addizionali sui salari e sulle consuetudini lavorative. Ovunque è stato posto l'accento sulla riduzione dei costi. La grande distribuzione, le case automobilistiche e altri comparti a contatto diretto con i consumatori hanno fatto incessante pressione sui fornitori internazionali affinché offrissero quantità maggiori a prezzi più bassi.

In un contesto simile diventa più facile spiegare la crescita più rapida e la sua minore volatilità. Senza le inefficienze connesse all'inflazione la crescita tendenziale è oggi maggiore, e anche le oscillazioni cicliche si sono ridotte. In parte, ciò riflette il fatto che le banche centrali non devono più impegnarsi nel contrastare vigorosamente i periodici episodi di recrudescenza delle aspettative inflazionistiche. Essendo tali aspettative ancorate con maggiore fermezza nel quadro della politica monetaria, il rischio di innescare involontariamente una recessione è molto diminuito. Questa minore incertezza contribuisce altresì a spiegare la reazione sorprendentemente blanda dei tassi obbligazionari a lungo termine, nonostante il rialzo dei tassi ufficiali statunitensi lo scorso anno.

Un altro beneficio derivante dal contesto di bassa inflazione è che la politica monetaria ha potuto reagire energicamente ogniqualvolta erano in pericolo la crescita e l'occupazione. Si consideri, ad esempio, quanto aggressiva sia stata la manovra di allentamento delle condizioni monetarie in tutto il mondo all'indomani del tracollo dei mercati azionari internazionali nel 1987. O ancora la reazione delle autorità di fronte alla caduta dei prezzi immobiliari verso la fine degli anni ottanta e ai connessi problemi in molti sistemi bancari. Dopo la brusca stretta monetaria del 1994 e il successivo moderato inasprimento è stato possibile desistere da ulteriori innalzamenti dei tassi all'indomani della crisi asiatica. Nel 1998, in uno stadio ancora più avanzato della ripresa economica, la politica monetaria si è fatta più accomodante in risposta alla moratoria sul debito russo e alla crisi di LTCM. E, ancora una volta, dopo il crac

delle borse nel 2001 e il marcato rallentamento dell'economia, i tassi ufficiali sono stati fortemente abbassati, per tornare a salire solo di recente.

Nondimeno, è opportuno considerare anche l'impatto cumulativo di queste reazioni. Il *gap* del tasso ufficiale in termini reali (definito come differenza tra il tasso reale e la crescita potenziale stimata) nel G3 ha seguito una tendenza calante dagli inizi degli anni novanta, che si è fortemente accentuata dal 1999 circa. Nello stesso periodo il tasso aggregato di espansione del credito – così come le misure più ampie dell'offerta di moneta – si è in genere collocato nei paesi industriali ben al di sopra di quello del reddito nominale. Oggi i tassi ufficiali reali restano prossimi allo zero, nonostante la crescita mondiale record dello scorso anno e i primi segnali di tensioni a livello di capacità produttiva. In Giappone, dove il tasso ufficiale è pari a zero da qualche tempo, la politica di "allentamento quantitativo" ha portato il totale di bilancio della banca centrale al 28% del PIL, un livello senza precedenti. La distensione monetaria ha fatto la sua comparsa anche in molte economie emergenti, per motivi in parte collegati ai crescenti squilibri esterni a livello mondiale.

Più impegnativo è il compito di interpretare la prolungata tendenza al rialzo del disavanzo corrente degli Stati Uniti. Taluni ritengono che si tratti in ampia misura di un effetto collaterale del rafforzamento del dollaro, cui hanno contribuito gli afflussi di capitali privati attratti dall'aspettativa che prosegua la crescita relativamente vigorosa osservata di recente nel paese. Inoltre, con il progressivo allentamento delle restrizioni alla detenzione di valuta estera è costantemente cresciuta la domanda di titoli in dollari, specie da parte di paesi con tassi di risparmio elevati. Altri osservatori fanno invece rilevare il decennale calo nel saggio di risparmio delle famiglie statunitensi, e il più recente, drastico passaggio in disavanzo del bilancio federale. In contrapposizione alla prima scuola di pensiero, essi sottolineano poi come il deficit corrente degli Stati Uniti sia finanziato sempre più da governi esteri, e non dal settore privato. Le autorità monetarie di molti paesi sono pesantemente intervenute per contrastare il rafforzamento delle rispettive valute nei confronti del dollaro, riconvogliando buona parte delle risultanti riserve verso l'acquisto di titoli denominati nella moneta statunitense.

Queste politiche hanno ostacolato la riduzione degli squilibri esterni in almeno due modi, entrambi difficilmente quantificabili. Il valore effettivo del dollaro è presumibilmente più alto di quanto sarebbe altrimenti giustificato. Inoltre, i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti rimangono forse su livelli più bassi di quanto ci si potrebbe attendere, con ripercussioni per l'accresciuta spesa interna. Le misure volte a frenare gli apprezzamenti valutari hanno tendenzialmente contribuito anche a creare condizioni monetarie e creditizie più espansive nei paesi che le hanno attuate. In alcuni casi, come in Giappone e in Cina, dove per un certo periodo era comparso il problema della deflazione, tali effetti sono stati inizialmente benvisti. Oggi, tuttavia, il contributo di tali politiche alle pressioni inflazionistiche interne e mondiali, nonché agli squilibri finanziari, è oggetto di sempre maggiore attenzione.

Il ripresentarsi di episodi di instabilità finanziaria, persino dopo che l'inflazione è stata fortemente ridotta, lascia spazio a spiegazioni alternative, e forse anche a reazioni alternative sul piano delle politiche. Vi è innanzitutto la

possibilità che i problemi finora incontrati finiscano per rivelarsi soltanto transitori. In altre parole, sarebbe semplicemente necessario un po' di tempo per imparare a convivere con una bassa inflazione, un settore finanziario liberalizzato e i recenti progressi delle tecnologie finanziarie. Nel corso del processo di apprendimento sono stati commessi errori deleteri, ma la loro frequenza e i connessi costi sono destinati a diminuire. Questa interpretazione è confortata dal considerevole restringimento dei differenziali di rischio nei mercati finanziari durante l'ultimo anno, e dall'altrettanto considerevole calo della volatilità. Inoltre, da parte di alcuni è stata avanzata la tesi complementare secondo cui, sotto certi aspetti, una maggiore volatilità delle condizioni finanziarie potrebbe essere persino benefica: essa costituirebbe il meccanismo attraverso il quale i moderni sistemi finanziari disperdono in maniera indolore, verso soggetti meglio in grado di assorbirli, gli shock che altrimenti produrrebbero effetti nocivi sull'economia reale.

Una possibilità alternativa è che l'instabilità abbia carattere più duraturo. I sistemi finanziari liberalizzati, seppure più efficienti di quelli sottoposti a restrizioni, potrebbero essere intrinsecamente inclini all'instabilità allorché le pressioni competitive conducono a episodi di eccessiva assunzione di rischio. Inoltre, essi appaiono intrinsecamente prociclici: le percezioni del valore e del rischio seguono gli alti e bassi dell'economia, così come la propensione al rischio. I differenziali creditizi, i prezzi delle attività, i rating esterni e interni e gli accantonamenti per perdite su crediti hanno tutti esibito questa caratteristica, quantomeno negli ultimi decenni. Da questo meccanismo possono scaturire potenti forze finanziarie capaci di stimolare la crescita reale nelle fasi espansive, ma anche effetti di freno altrettanto intensi ove l'iniziale clima di ottimismo finisse per essere giudicato eccessivo.

Non è poi difficile immaginare come queste normali tendenze verso comportamenti marcatamente ciclici possano essere accentuate da condizioni monetarie accomodanti. Al centro della questione si trova la "ricerca di rendimento" messa in atto quando i tassi nominali privi di rischio si collocano su livelli molto bassi. La possibilità di indebitarsi a costi decisamente contenuti incentiva la creazione di credito, le strategie di *carry trade* e le operazioni ad alto grado di leva, tutti fenomeni sempre più evidenti nei mercati finanziari negli ultimi anni. In quest'ottica di profitto, il rapido aumento negli anni recenti dei prezzi di tutte le attività non monetarie, "illiquide" (obbligazioni a lunga scadenza, strumenti di credito, immobili residenziali, ecc.) e il netto calo delle misure della volatilità implicita non sono necessariamente dovuti alla minore rischiosità del contesto economico, come sopra ipotizzato. Tutto ciò potrebbe piuttosto rispecchiare una generale propensione ad "acquistare illiquidità" e "vendere liquidità", data la sovrabbondanza di quest'ultima. Tale spiegazione può apparire meno convincente alla luce di quasi un anno di inasprimenti monetari negli Stati Uniti, ma sia in questo paese sia altrove i tassi ufficiali restano a ben vedere molto bassi.

La diversità di vedute sui cambiamenti strutturali nel sistema finanziario emerge con massima evidenza nella valutazione degli sviluppi che interessano il settore delle famiglie. Alcuni osservatori giudicano molto positivamente la maggiore capacità delle famiglie di indebitarsi, anche facendo leva su

un'accresciuta ricchezza immobiliare. Di fronte al rallentamento della dinamica salariale nei paesi industriali e alla debolezza degli investimenti societari al di fuori della Cina, l'indebitamento delle famiglie ha reso possibile una forma di modulazione intertemporale della spesa che ha contribuito a sostenere la domanda aggregata a livello mondiale. Altri osservatori, invece, pongono l'accento sul decennale calo dei tassi di risparmio delle famiglie in molti paesi, sull'aumento dei consumi in relazione al PIL e sull'esposizione potenzialmente pericolosa al servizio del debito con il ritorno dei tassi di interesse su livelli più normali. In ogni caso, quand'anche si fosse appena assistito alla fase di elevato indebitamento in un processo di modulazione intertemporale della spesa da parte delle famiglie (e di alcuni governi), per definizione un tale processo dovrebbe comportare, prima o poi, una fase di rimborso.

In sintesi, possiamo dire di avere a disposizione un insieme soddisfacente di spiegazioni su come l'economia mondiale sia giunta allo stato attuale. Non vi sono molti dubbi sul fatto che l'allentamento delle condizioni di liquidità globali, reso possibile da un'inflazione ben ancorata su valori bassi e dalla liberalizzazione finanziaria, abbia contribuito a sostenere la spesa aggregata. Ciò nondimeno, guardando al futuro appaiono ancora plausibili vari scenari alternativi. Considerati gli aspetti positivi delle importanti trasformazioni strutturali sopra discusse, lo scenario più probabile sembrerebbe il proseguimento di una crescita durevole non inflazionistica. Tuttavia, esso non è affatto scontato. Da un lato, il significativo stimolo monetario impartito fino a oggi potrebbe ancora sfociare in aperta inflazione. Dall'altro, le implicazioni dei crescenti livelli di debito, sul piano sia interno che internazionale, rimangono una grande incognita. A un loro ulteriore aumento, i debitori o i creditori, o entrambi, potrebbero decidere di ridimensionare le decisioni di spesa. Eventuali riduzioni nei prezzi delle attività o correzioni al ribasso nelle valutazioni della ricchezza del settore privato rafforzerebbero tali comportamenti. All'opposto, l'aumento dei livelli di debito potrebbe semplicemente essere la componente naturale di un processo di finanziarizzazione, che si sviluppa allorché i mercati raggiungono un maggiore grado di maturazione e complessità.

Data la scarsa esperienza che abbiamo delle interazioni fra i numerosi cambiamenti strutturali dianzi individuati, non è possibile scartare questi scenari meno graditi. Pertanto, un importante compito per i responsabili delle politiche in questo nuovo contesto sarà quello di valutare quali approcci possano rivelarsi di maggiore utilità per limitare i costi di eventuali esiti negativi. Un altro compito, non meno arduo, consisterà nel consolidare al tempo stesso i significativi benefici che questi cambiamenti strutturali hanno già apportato.