

VIII. Conclusioni: come correggere gli squilibri?

Il 2004 è stato un anno straordinario per l'economia mondiale. Nella maggior parte dei paesi, e in particolare nelle economie di mercato emergenti, la crescita è stata vigorosa, mentre l'inflazione è rimasta moderata nonostante i sostanziali rincari delle materie prime. Le istituzioni finanziarie in tutto il mondo hanno conseguito eccellenti profitti e i prezzi in gran parte dei mercati finanziari sono saliti considerevolmente. Nondimeno, questa *performance* eccezionale si è accompagnata al crescente timore che la situazione possa ben presto cambiare. Desto preoccupazione il fatto che l'economia mondiale di oggi mostri crescenti analogie con quella degli ultimi anni sessanta – un pensiero inquietante, giacché proprio in quel periodo nei maggiori paesi industriali si crearono i presupposti della grande inflazione degli anni settanta, a sua volta all'origine delle crisi debitorie che nel decennio successivo colpirono molte economie emergenti.

Oggi, come alla fine degli anni sessanta, i tassi di interesse reali nei paesi industriali si situano da tempo su bassi livelli e gli aggregati creditizi sono in rapida espansione. Inoltre, in analogia con i problemi emersi nel sistema di Bretton Woods, il dollaro è oggetto di pressioni al ribasso collegate al saldo con l'estero degli Stati Uniti. Negli ultimi anni ciò ha indotto molti altri paesi ad allentare la politica monetaria e ad accumulare riserve valutarie nell'intento di contrastare l'apprezzamento delle proprie monete. Ne è seguita una massiccia espansione della liquidità mondiale. Di recente, anche la politica di bilancio è stata allentata in numerosi paesi, richiamando alla memoria l'impatto congiunto della guerra del Vietnam e dei programmi della *Great Society* di quell'epoca. Inoltre, i prezzi delle materie prime, e in particolare del petrolio, si sono mossi fortemente al rialzo, e i loro effetti cominciano a farsi sentire più a valle, così come sui conti con l'estero sia dei paesi consumatori sia di quelli produttori.

Tutte queste similitudini inducono a chiedersi se si assisterà a un ripetersi, nei paesi industriali, dell'alta inflazione e delle perturbazioni cicliche degli anni settanta e ottanta e, nei mercati emergenti, dei problemi debitori degli anni ottanta. In breve, la risposta è: "forse, ma non necessariamente". Forse, perché è difficile formulare previsioni e non si possono in alcun modo escludere errori di politica economica. Non necessariamente, perché i responsabili delle politiche hanno chiaramente imparato dai loro precedenti errori. Negli ultimi anni sessanta e agli inizi degli anni settanta non vi era piena consapevolezza dei costi associati a un'inflazione elevata nei paesi industriali, né veniva adeguatamente percepita la rapidità con cui un cambiamento nelle aspettative inflazionistiche può innescare un circolo vizioso fra salari e prezzi. Il successo conseguito dalle banche centrali nel ridurre l'inflazione, malgrado i costi che

ha comportato, conferisce credibilità ai banchieri centrali allorché si ripromettono: “mai più”. In aggiunta, i responsabili delle politiche del mondo intero hanno acquisito una certa esperienza su come far fronte a shock dei prezzi delle materie prime. Chi si trova oggi a dover fare i conti con un rincaro delle importazioni sa che opporsi a un aggiustamento ricorrendo all’indebitamento esterno, come fu fatto negli anni settanta, può rivelarsi estremamente costoso. Chi, invece, beneficia dell’aumento dei prezzi ricorda la facilità con cui pervenne a una situazione di sovraindebitamento per aver contratto prestiti dietro la garanzia fornita da aumenti analoghi in passato. Risulta ormai chiaro, purtroppo solo con il senno di poi, che i prezzi delle materie prime non sono diversi da quelli delle abitazioni o delle attività finanziarie; possono salire e possono scendere, ma il valore nominale del debito resta comunque invariato.

Possiamo trarre conforto dalle lezioni apprese dal passato. Nondimeno, dobbiamo anche essere consapevoli del pericolo di ritrovarci a combattere una battaglia che credevamo già vinta. Come si è osservato nell’Introduzione alla presente Relazione annuale, dagli anni sessanta il mondo è cambiato, in positivo, sotto tre aspetti fondamentali. Lasciando intravedere uno scenario non inflazionistico, questi cambiamenti strutturali accreditano ulteriormente il responso: “forse, ma non necessariamente”.

Primo, la liberalizzazione e la globalizzazione dell’economia reale hanno accresciuto enormemente il potenziale di offerta, modificato in modo sostanziale i prezzi relativi e favorito un ripiegamento dell’inflazione dal momento che la domanda non ha seguito il passo. Secondo, la deregolamentazione e il progresso tecnologico hanno insieme prodotto un impatto profondo sui sistemi finanziari; questi si basano in misura crescente sul mercato piuttosto che sull’intermediazione bancaria, hanno assunto portata globale e sono popolati da società sempre più grandi e complesse, la cui operatività si estende a molteplici settori. Terzo, si è assistito a un riorientamento dei regimi monetari verso l’obiettivo prioritario di tenere bassa l’inflazione. Da questi singoli cambiamenti, e forse ancor più dalla loro interazione, discendono nuovi insegnamenti al pari di nuove incertezze.

Un primo insegnamento deriva dall’interazione fra gli attuali shock positivi dal lato dell’offerta e il nuovo regime monetario, per cui è possibile che, in futuro, le pressioni deflazionistiche ricorranò con quasi altrettanta frequenza di quelle inflazionistiche. Ciò induce a chiedersi se nella risposta di politica monetaria non si debba tener conto dell’origine della deflazione. Dal momento che gli aumenti diretti dei prezzi associati a shock di offerta negativi sono oggi normalmente tollerati dalle autorità, perché lo stesso non dovrebbe valere per gli shock positivi? Un altro insegnamento trae origine dall’interazione fra shock positivi dal lato dell’offerta e comportamento del sistema finanziario. Oggi questi shock possono facilmente generare ottimismo nel sistema e diffondere la sensazione che i rischi di investimento siano minori di quanto sono in realtà. Di conseguenza, l’offerta di credito e di debito diviene intrinsecamente più elastica. Un terzo insegnamento proviene dall’interazione fra il perseguimento della stabilità dei prezzi e il moderno sistema finanziario. Le reazioni di quest’ultimo agli inasprimenti della politica monetaria stanno assumendo un ruolo sempre più rilevante nel meccanismo di trasmissione,

e di esse si dovrà quindi tenere conto in misura crescente nel dosaggio della manovra restrittiva.

Un ultimo insegnamento, forse il più importante, discende dall'interazione fra queste tre trasformazioni sistemiche. Se uno shock positivo dal lato dell'offerta abbassa l'inflazione, cosicché le autorità non hanno motivo di inasprire le condizioni creditizie, allora l'accresciuta capacità dei sistemi finanziari di fornire credito e debito troverà rispondenza in un'accresciuta domanda. In tali circostanze potrebbe crearsi un ciclo *boom and bust* nel sistema finanziario che, a sua volta, genererebbe forze frenanti, con ripercussioni in grado di indebolire in vario modo l'economia reale. E se un simile processo dovesse avere inizio in una situazione di inflazione già bassa, non si possono escludere esiti deflazionistici indesiderati, più dannosi di quelli causati dai soli shock positivi di offerta.

Queste osservazioni non implicano un radicale ripensamento delle politiche, ma si limitano a suggerire ulteriori passi avanti sulla via intrapresa. Le politiche economiche hanno già assunto un più spiccato orientamento al medio-lungo periodo. Dal lato dell'offerta, ciò è evidente nella maggiore enfasi posta durante gli ultimi anni sulle riforme strutturali; in particolare, vi è ampio consenso sulla necessità di misure volte a promuovere la stabilità finanziaria. Dal lato della domanda, non va dimenticato il *fine-tuning* delle politiche monetarie e fiscali negli anni sessanta per stabilizzare il ciclo economico e ridurre la disoccupazione; successivamente, il riconoscimento dei costosi effetti a più lungo termine di tali politiche ha portato ad adottare obiettivi di crescita monetaria e di inflazione e a formulare proposte per un inquadramento di più lungo periodo per le stesse politiche di bilancio.

Senza modificare sostanzialmente questi orientamenti a più lungo termine, le autorità dovrebbero considerare ora il modo di adattarli per tener conto di un'ulteriore complicazione: l'aumento dei livelli di debito sia interno sia internazionale, che con il tempo può causare problemi economici dai costi spesso rilevanti. Si pensi a quanto tempo hanno impiegato il Giappone e l'Est asiatico per rimettersi dalle rispettive crisi finanziarie. Le recenti azioni intraprese da varie banche centrali, in parte conseguenti a un rincaro degli immobili residenziali alimentato dal credito, sono indicative del crescente riconoscimento di questo problema. Certo, non sarà facile formalizzare la risposta delle politiche, giacché non esistono chiari parametri di riferimento che indichino quando l'espansione del credito, i livelli di debito o i prezzi delle attività divengono "troppo elevati". Nondimeno, la posta in gioco è certamente tale da giustificare un considerevole impegno analitico in tale ambito.

Queste Conclusioni affrontano due ordini di problematiche. Anzitutto, esaminano i rischi attuali per l'economia mondiale – con particolare riferimento alle implicazioni degli squilibri interni ed esterni – e le politiche che potrebbero contribuire a ridurli. In secondo luogo, considerano se vi sia l'esigenza di una strategia di più lungo periodo che possa prevenire l'insorgere stesso di squilibri finanziari. Sul piano nazionale, si tratta di valutare se sia opportuno adottare un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria; sul piano internazionale, se si rendano necessari miglioramenti al sistema monetario mondiale per integrare il mero perseguimento dell'interesse nazionale.

I rischi attuali giustificano una risposta sul piano delle politiche?

L'opinione secondo cui l'economia mondiale si trova di fronte a "problemi" imminenti difficilmente raccoglierebbe l'unanimità dei consensi; maggiormente accettata è tuttavia l'idea che l'economia sia esposta a taluni "rischi". È pressoché impossibile ignorare la quantità di indicatori che simultaneamente segnalano pronunciati scostamenti dai parametri storici. Fra gli squilibri interni che reclamano attenzione, i tassi ufficiali reali in molti paesi industriali e nelle economie emergenti dell'Asia continuano ad aggirarsi in prossimità dello zero. I rendimenti nominali delle obbligazioni a lungo termine, gli *spread* e le misure della volatilità di mercato sono tutti considerevolmente bassi. Il saggio di risparmio delle famiglie in numerosi paesi industriali segue da qualche tempo una tendenza fortemente calante, e i livelli di debito si situano su valori record. I prezzi delle abitazioni in vari paesi non sono mai stati così elevati. E in Cina gli investimenti hanno raggiunto la quota sbalorditiva del 50% in rapporto al PIL. Infine, mai nel dopoguerra gli squilibri esterni erano stati altrettanto ampi. Queste grandezze, singolarmente o tutte assieme, potrebbero senz'altro riportarsi sui valori medi, con conseguenti ripercussioni sulla crescita economica mondiale. Una simile correzione potrebbe essere graduale e forse benigna, oppure repentina e destabilizzante. Ciò dipenderà in buona parte dalle interazioni fra economia reale e finanziaria, che non dovremmo illuderci di capire appieno.

Di fronte a questi squilibri interni ed esterni, cosa può fare la politica economica? Nel caso degli squilibri interni, l'ovvia risposta è aumentare i tassi di interesse per indurre un calo delle esposizioni a lungo termine. Ma questa soluzione comporta automaticamente un conflitto potenziale con i più tradizionali obiettivi a breve termine, come mantenere bassa la disoccupazione ed evitare una disinflazione eccessiva. Anche per quanto riguarda gli squilibri esterni i potenziali conflitti sono molteplici. Ad esempio, un inasprimento della politica fiscale nei paesi in disavanzo potrebbe contribuire a ridurre i problemi di equilibrio esterno, ma altresì innalzare la disoccupazione a livelli problematici. In siffatte circostanze, forse il massimo a cui si può aspirare è che vengano compiuti progressi "opportunistici", ovvero che si sfruttino le opportunità per ridurre le esposizioni di più lungo periodo, ma solo compatibilmente con le altre priorità.

Negli Stati Uniti, sullo sfondo di un'economia in espansione, è già stato avviato un inasprimento graduale della politica monetaria. Sebbene ciò sia stato fatto soprattutto in risposta ai crescenti livelli di utilizzo della capacità produttiva e ai timori per le prospettive di inflazione, il contributo dei più elevati tassi di interesse alla riduzione degli squilibri interni rappresenta un benefico effetto collaterale. Oggi l'economia statunitense dipende infatti in misura eccessiva dalla spesa per consumi, dall'indebitamento e dalla monetizzazione delle plusvalenze immobiliari. Ciò è particolarmente vero dal momento che, a livello aggregato, un rialzo dei prezzi delle abitazioni non accresce la ricchezza nazionale allo stesso modo di investimenti basati sul risparmio da reddito e di incrementi della produttività. Un rincaro degli immobili residenziali avvantaggia i proprietari, ma comporta un aumento dei costi abitativi per l'intera collettività. Da questo punto di vista, l'economia degli Stati Uniti è maggiormente esposta di quanto possa apparire.

Tuttavia, pur nelle attuali solide condizioni dell'economia statunitense, l'inasprimento dovrà essere portato avanti con una certa cautela. Vi è incertezza riguardo all'accresciuto ruolo che i prezzi delle attività, specie delle abitazioni, potrebbero svolgere nel meccanismo di trasmissione. Alcune indicazioni possono essere tratte dall'esperienza del Regno Unito e dell'Australia – così come dei Paesi Bassi alcuni anni fa – dove i prezzi delle abitazioni hanno cominciato a stabilizzarsi sotto l'influsso dei più alti tassi ufficiali, e la spesa per consumi sta già rallentando. Un'ulteriore complicazione deriva dal fatto che l'innalzamento dei tassi può anche frenare gli investimenti delle imprese. Fortunatamente, negli ultimi anni queste hanno ottenuto buoni risultati nel ridurre l'onere debitorio e presentano oggi elevati margini di profitto e di liquidità. Va peraltro sottolineato che il recente recupero degli investimenti rimane di gran lunga meno robusto di quelli osservati in cicli precedenti.

Un'altra fonte di preoccupazione è la possibilità che l'inasprimento provochi turbative nei mercati finanziari qualora le posizioni assunte sulla scia della "caccia ai rendimenti" vengano improvvisamente liquidate. Ciò non è finora accaduto, probabilmente grazie alla chiara comunicazione delle proprie intenzioni da parte della Federal Reserve. Nondimeno, permangono incertezze. Se le pressioni inflazionistiche dovessero rivelarsi più forti di quanto attualmente previsto, è possibile che i tassi ufficiali debbano essere aumentati più rapidamente. Questo potrebbe comunque cogliere di sorpresa gli operatori. È anche ipotizzabile che le dichiarazioni della Federal Reserve sulle sue intenzioni future, benché espresse al condizionale, abbiano indotto alcuni speculatori a reagire al restringimento dei margini di *carry trade* accrescendo ulteriormente il grado di leva delle loro posizioni per preservare i livelli di redditività. Ciò significherebbe che potrebbero ancora seguire ulteriori, e forse più significativi, smobilizzi di posizioni.

In varie altre importanti economie il ripristino di livelli più normali dei tassi di interesse creerebbe conflitti ancor maggiori. Nell'Europa continentale e in Giappone la protratta debolezza della crescita economica non fornisce elementi a sostegno di un rialzo dei tassi. In Giappone una manovra restrittiva appare inopportuna anche perché il paese non ha ancora trovato una via d'uscita dalla deflazione, e lo stesso vale per l'Europa, a causa degli effetti disinflazionistici dell'apprezzamento dell'euro. In ogni caso, va rilevato che l'indebitamento del settore privato in Giappone è in continua diminuzione, e non in aumento, e nell'Europa continentale non cresce così velocemente, né è così diffuso come negli Stati Uniti. Ciò detto, la BCE ha ripetutamente manifestato la sua inquietudine riguardo al ritmo di espansione degli aggregati monetari e creditizi, e al forte aumento dei prezzi delle abitazioni in molti paesi dell'area dell'euro.

Innalzare i tassi ufficiali in altre parti dell'Asia potrebbe rivelarsi più semplice. Qui le pressioni inflazionistiche sono ora leggermente più evidenti e l'economia cresce a passo spedito. Inoltre, sono state espresse preoccupazioni sia per l'aumento dei prezzi immobiliari in vari paesi, sia per il crescente assegnamento delle banche sul credito al consumo. L'aumento dei tassi negli Stati Uniti implicherebbe inoltre che la restrizione monetaria in Asia avrebbe

effetti più contenuti sui rapporti di cambio con il dollaro delle monete del continente. Nondimeno, anche se la crescita recente in Asia è stata vigorosa, molti continuano a dubitare della sua solidità, e della capacità dei settori societario e bancario di sopportare tassi di interesse più elevati. In Cina, volendo incoraggiare una maggiore spesa per consumi e nello stesso tempo evitare ulteriori afflussi di capitale, si è acconsentito a un rialzo dei tassi solo modesto lo scorso anno. Nel caso degli investimenti fissi sono emersi chiari segni di surriscaldamento, ma è probabile che le autorità cinesi continueranno a farvi fronte attraverso misure amministrative, la cui efficacia non è purtroppo garantita. Pertanto, anche in Asia, come negli Stati Uniti, vi è il pericolo che una restrizione monetaria insufficiente possa condurre all'inflazione o a un ampliamento degli squilibri interni, ovvero a entrambi.

Passando a considerare gli squilibri esterni, il sempre più ampio disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti rappresenta un serio problema di più lungo periodo, in quanto potrebbe finire col provocare una caduta disordinata del dollaro, connesse turbolenze su altri mercati finanziari e persino una recessione. Una conseguenza altrettanto allarmante, e forse meno remota, potrebbe essere la ricomparsa di pressioni protezionistiche. Le dimensioni senza precedenti del disavanzo, la velocità con cui il debito estero sta crescendo, il sempre maggiore affidamento sul settore ufficiale per il finanziamento del deficit e il fatto che l'indebitamento sia andato a finanziare primariamente i consumi (piuttosto che gli investimenti) sono altrettanti elementi che lasciano presagire l'insorgere, presto o tardi, di problemi. Inoltre, data l'interdipendenza dei moderni mercati finanziari, questi problemi non sarebbero probabilmente circoscritti al solo dollaro. Un aumento dei premi al rischio sulle attività in dollari potrebbe innalzare i tassi a lungo termine e gli *spread*, con ripercussioni sui prezzi di tutte le categorie di attività.

Sarebbe tuttavia sbagliato affermare che un siffatto scenario debba essere imminente. Sebbene il debito estero netto statunitense stia crescendo da anni, il paese continua a guadagnare sulle proprie attività all'estero più di quanto paghi sulle passività verso il resto del mondo. Per giunta, poiché queste ultime sono quasi esclusivamente in dollari, mentre le attività sono denominate in valuta estera, un calo della moneta americana produce automaticamente una flessione significativa del debito netto rilevato. E le autorità estere che intervengono a sostegno del dollaro USA hanno molte valide ragioni per continuare a farlo. Pertanto, dovrebbe esservi tempo sufficiente affinché misure destinate a correggere gli squilibri esistenti producano gli effetti desiderati. Ma non è da escludere che il tempo a disposizione possa esaurirsi.

In siffatta congiuntura quale dovrebbe essere l'azione delle politiche? La teoria insegna che, in presenza di livelli decrescenti di capacità in eccesso, i paesi in disavanzo dovrebbero ridurre il tasso di crescita della spesa interna al disotto di quello della produzione. Consentendo alle monete di deprezzarsi in termini reali, i loro prodotti diverrebbero più competitivi, fornendo al tempo stesso un incentivo a trasferire la produzione dai beni e servizi non commerciabili (*non-tradable*) a quelli commerciabili (*tradable*). Nei paesi in avanzo dovrebbe accadere l'opposto, ossia un apprezzamento del cambio in termini reali e un aumento della spesa interna. È tuttavia importante che questi

precetti di politica macroeconomica e strutturale siano soppesati alla luce dei vincoli e dei *trade-off* del mondo reale.

Negli Stati Uniti le scelte per l'impostazione della politica macroeconomica sono probabilmente le meno conflittuali. Il rischio di inflazione, gli squilibri interni e il disavanzo esterno richiedono tutti un contenimento della spesa nazionale. Considerate le dimensioni del deficit pubblico, il primo evidente passo da compiere sarebbe quello di tagliare le uscite e innalzare le imposte. Benché l'Amministrazione abbia fissato un obiettivo di riduzione del disavanzo, mancano ancora le misure concrete per conseguirlo. Ciò è motivo di rammarico, poiché in assenza di una tempestiva azione fiscale l'onere dell'aggiustamento ricadrà ancor più pesantemente sulla politica monetaria. Se da un lato l'aumento dei tassi di interesse contribuirebbe a invertire la caduta decennale dei risparmi delle famiglie – la vera chiave per ridurre il disavanzo esterno – dall'altro uno sproorzionato affidamento sulla politica monetaria comporta il rischio di dover affrontare tutta quella serie di problemi transitori e potenzialmente destabilizzanti cui si è accennato in precedenza.

I paesi eccedentari dell'Europa continentale e dell'Asia sono posti di fronte a conflitti più profondi allorché considerano l'impiego di strumenti macroeconomici per stimolare la domanda interna. In entrambe le regioni sussiste tuttora il timore, ancorché forse più giustificato in Asia, di accentuare le pressioni inflazionistiche derivanti dai rincari delle materie prime. Inoltre, paiono esservi incompatibilità fra esigenze a breve termine e considerazioni di più lungo periodo. Ad esempio, in Europa l'impiego della politica fiscale si scontra immediatamente con gli elevati livelli di debito, le pressioni demografiche e il Patto di stabilità e crescita. Di fatto, l'Europa ha esaurito già da qualche anno il proprio margine di manovra fiscale. In Asia, con l'evidente eccezione del Giappone, a prima vista le posizioni di bilancio paiono generalmente più solide. Nondimeno, in molti di questi paesi, e di certo in Cina, i costi finali per i contribuenti della ristrutturazione dei sistemi finanziari costituiscono un vincolo ulteriore che non sarebbe prudente ignorare. Quanto a un allentamento della politica monetaria, esso si porrebbe in aperto contrasto – oltre che con i persistenti timori riguardo all'inflazione – con la generale esigenza di condizioni più restrittive per ridurre gli squilibri interni di più lungo periodo sopra descritti. La presenza di un simile conflitto di obiettivi spiega perché, per la prima volta da decenni, gli osservatori della politica della banca centrale in alcuni paesi mettano in discussione non solo i tempi o l'ampiezza degli interventi di politica monetaria ma persino la loro direzione.

Anche le variazioni dei tassi di cambio sono un'arma a doppio taglio. Finora il dollaro si è deprezzato in maniera ordinata, ma perlopiù nei confronti di valute realmente fluttuanti, con il risultato che, in termini effettivi reali, esso non è oggi inferiore alla sua media degli ultimi trent'anni. Considerando quanto modeste sono state finora le ripercussioni del deprezzamento del dollaro sul disavanzo commerciale statunitense, in parte grazie al limitato impatto sui prezzi interni, un ulteriore movimento dei cambi appare pressoché inevitabile. Fra i più ovvi candidati a una rivalutazione figurerebbero il renminbi cinese e altre monete asiatiche a questo collegate. Sebbene le autorità cinesi abbiano buone ragioni di guardare con timore a una rivalutazione – lo stato di salute

del sistema finanziario e i flussi di reddito degli agricoltori cinesi – questi timori potrebbero essere meglio affrontati attraverso provvedimenti interni. Una maggiore flessibilità del tasso di cambio servirebbe anche a frenare i massicci afflussi di capitali che concorrono ai crescenti squilibri interni, minacciando la sostenibilità della lunga fase espansiva dell'economia. Un cambio più flessibile conferirebbe poi alla politica monetaria un margine maggiore per contrastare l'inflazione.

I movimenti dei tassi di cambio reali forniscono un incentivo per un'appropriate riallocazione delle risorse fra i settori *tradable* e *non-tradable*. I vincoli che si frappongono a una siffatta riallocazione dovrebbero essere eliminati. Indipendentemente dalla situazione dell'interscambio, i risultanti cambiamenti strutturali nei paesi con monete in apprezzamento sarebbero benefici anche sul piano interno. In Giappone le esigenze primarie sono l'emancipazione dell'industria dei servizi dalla soffocante regolamentazione che ne comprime i profitti e una maggiore disponibilità a chiudere le società insolventi nel settore dei beni *tradable*. L'Europa continentale è forse la regione dove l'aggiustamento pone le sfide maggiori, giacché i prezzi di molti servizi sono vincolati dalla regolamentazione, i salari relativi sono rigidi e i costi extrasalariali del lavoro elevati. Questi impedimenti andrebbero rimossi. In Cina l'incidenza dei servizi sul PIL si aggira intorno al 30%. Considerando che la quota corrispondente per il Brasile è del 50% circa, è chiaro che vanno compiuti ulteriori passi avanti per eliminare l'eredità della pianificazione centralizzata se si vuole incoraggiare la produzione nel settore *non-tradable*.

Infine, gli Stati Uniti dispongono di una struttura produttiva particolarmente flessibile, ma anch'essi dovranno compiere considerevoli sforzi di aggiustamento. Rilanciare il settore manifatturiero non sarà impresa facile, visto che si è contratto ad appena il 10% del PIL e che i suoi profitti restano mediocri. Il fatto che finora il recente recupero degli investimenti negli Stati Uniti non abbia pressoché interessato il settore dei *tradable* è un altro segnale scoraggiante. L'ostacolo maggiore alla crescita della produzione di beni e servizi commerciabili negli Stati Uniti deriva forse dalla percezione della minaccia concorrenziale proveniente da Cina, India e altri paesi emergenti. Si deve ammettere che questo non è il momento più propizio per cercare di riconquistare quote di mercato a livello internazionale.

Se da un lato è sufficientemente chiaro ciò che occorre fare per risolvere gli squilibri esterni, dall'altro appare altrettanto evidente che molto di tutto ciò non potrà accadere nel breve termine. Una ragione risiede nel conflitto fra gli obiettivi interni di cui si è parlato dianzi. In effetti, persino politiche come quella di riduzione del disavanzo di bilancio statunitense, auspicabile per motivi di ordine sia interno che internazionale, potrebbero facilmente cadere preda di diatribe politiche e interessi radicati. Peggio ancora, le autorità che ascrivono alle politiche altrui la responsabilità degli squilibri esterni, negando la propria, rischiano così facendo di destabilizzare i mercati finanziari e di esacerbare proprio quei problemi che si dovrebbe cercare di risolvere. Ma vi sono anche ragioni di ordine più generale. Non viene prestata sufficiente attenzione agli aspetti sistemici, né adeguatamente riconosciuto che l'azione dettata dal mero interesse individuale possa essere tutt'altro che ottimale.

Quel che ora occorre è un dialogo vero fra tutte le parti coinvolte negli squilibri esterni. Ciascuno deve saper accettare oggi qualche spiacevole compromesso, per evitare domani alternative ben più spiacevoli.

Quadro di riferimento a più lungo termine per la stabilità macrofinanziaria

Una cosa è affrontare i problemi quando si presentano, tutt'altra è concepire una strategia per prevenirli. I cambiamenti di fondo intervenuti nell'economia globale e nei sistemi finanziari e monetari, di cui si è parlato nell'Introduzione di questa Relazione, hanno senz'altro arrecato molti benefici. La sfida che si pone ora consiste nel conciliare questi guadagni di "efficienza" economica prodottisi nel tempo con le possibili azioni volte a ridurre i costi delle periodiche turbative derivanti dall'interazione di tali cambiamenti.

Verso un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria a livello nazionale?

Volendo adottare un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria, uno dei principi guida dovrebbe essere quello di applicare in modo più simmetrico nell'arco del ciclo tanto la regolamentazione prudenziale quanto la politica monetaria. Tale principio è in analogia con le prescrizioni di politica fiscale che raccomandano di conseguire avanzi di bilancio nelle fasi di espansione al fine di preservare un certo margine di manovra. Nel caso della regolamentazione prudenziale, una maggiore simmetria implicherebbe che la dotazione di capitale venga accresciuta nei periodi di alta congiuntura. Ciò non solo contribuirebbe a frenare gli eccessi creditizi, ma permetterebbe altresì di attingere, entro certi limiti, a tali riserve di capitale nei periodi meno favorevoli, così da attutire l'impatto sull'economia dei connessi vincoli all'erogazione di credito. Anche un inasprimento della politica monetaria di fronte a un'eccessiva espansione creditizia mitigherebbe gli eccessi più deleteri e potrebbe evitare che si renda poi necessario un allentamento radicale che rischi di portare i tassi ufficiali a ridosso della soglia zero. Ciò sarebbe di notevole vantaggio qualora in un siffatto contesto dovesse presentarsi un grado indesiderato di disinflazione.

In pratica, una politica di vigilanza più simmetrica potrebbe essere attuata in vari modi. Ove le autorità fossero convinte che i rischi sistemici stessero raggiungendo livelli pericolosi, esse potrebbero fare ricorso a misure discrezionali, rendendo più stringenti i coefficienti di liquidità, i rapporti fra valore dei prestiti e garanzie, i requisiti per le garanzie collaterali e quelli di costituzione dei margini, nonché i tempi di rimborso. Di fatto, alcuni anni fa provvedimenti di questo genere erano comunemente adottati dalle banche centrali dei paesi industriali, e di recente sono stati utilizzati con buon esito a Hong Kong SAR e altrove. Qualora invece le autorità nutrissero incertezze circa la loro capacità di anticipare scenari problematici, potrebbero basarsi su un qualche indicatore semplice per invitare gli operatori a comportamenti più cauti. In linea di principio sarebbe possibile utilizzare norme prudenziali collegate al tasso di crescita del credito o ai prezzi delle attività per influenzare la valutazione di prezzo del rischio, le rettifiche di valore (per le perdite previste) e gli

accantonamenti a riserva (per quelle impreviste). In Spagna è già stato introdotto un sistema di accantonamento “dinamico” per le perdite su crediti in virtù del quale i fondi rischi devono aumentare in linea con il livello dei finanziamenti, in base all’assunto che le perdite future saranno analoghe a quelle osservate in passato nell’arco dell’intero ciclo economico.

Anche una politica monetaria più simmetrica potrebbe fondarsi sia su criteri discrezionali sia su indicatori normativi semplici. Quanto ai primi, lo scorso anno la Bank of England e la Reserve Bank of Australia hanno ad esempio reso noto che, oltre alla forte espansione della domanda, anche i timori riguardo all’ascesa dei prezzi immobiliari e del debito avevano pesato sulla decisione di innalzare i tassi di interesse. Per ragioni analoghe, la Sveriges Riksbank ha abbassato i tassi di interesse in misura inferiore alle attese, stante che il tasso di inflazione era sceso al di sotto dell’obiettivo prefissato. Per ciò che concerne l’utilizzo di indicatori normativi, si può menzionare l’approccio della BCE basato su due pilastri, anche se quel che viene qui suggerito è un po’ diverso: si tratterebbe infatti di impiegare i dati monetari e creditizi come base per contrastare gli eccessi finanziari in generale, e non unicamente le pressioni inflazionistiche.

È assai difficile in pratica individuare il momento in cui gli squilibri finanziari che si vanno formando divengono tali da far prevedere ingenti costi macroeconomici. Nondimeno, un orientamento macrofinanziario dovrebbe come minimo assicurare che l’attenzione delle autorità sia rivolta nella giusta direzione. Coloro cui compete di vigilare sulle debolezze nel settore finanziario si concentrerebbero in modo particolare sulle aree in cui le situazioni di stress rischiano maggiormente di propagarsi. Ciò implica che le banche, in quanto erogatrici di liquidità, dovrebbero giustamente essere oggetto di maggiore attenzione rispetto ad altri intermediari, e che le grandi istituzioni andrebbero monitorate più strettamente di quelle piccole; di fatto, alla luce di tali esternalità, si giustificherebbe *ceteris paribus* l’applicazione di requisiti prudenziali più severi alle istituzioni maggiori. Inoltre, data la crescente importanza assunta dai mercati per quanto concerne sia il finanziamento sia il trasferimento dei rischi, occorrerebbe migliorare ulteriormente la sorveglianza sui mercati stessi e l’analisi degli sviluppi strutturali. Infine, giacché i sistemi di pagamento e regolamento sono per definizione sistemici, il monitoraggio del loro efficace funzionamento verrebbe ad acquistare una rilevanza ancora maggiore.

Anche la valutazione quantitativa degli squilibri sistemici sta facendo progressi. Con riferimento ai dati sottostanti, l’FMI ha proposto una serie di indicatori della solidità finanziaria per i singoli paesi, che il Fondo stesso sta ora sperimentando nel quadro del Financial Sector Assessment Program. Relativamente al monitoraggio, numerose banche centrali hanno iniziato ad analizzare la solidità dei rispettivi sistemi finanziari, nonché le vulnerabilità derivanti dalla situazione finanziaria di imprese e famiglie. Sempre più spesso i risultati di tali analisi sono pubblicati in rapporti sulla stabilità finanziaria. Inoltre, negli ultimi anni vi è stato un netto miglioramento della capacità di giudicare i rischi di crisi bancarie e valutarie con l’ausilio di modelli quantitativi. Le stime degli squilibri interni ed esterni, generalmente definiti come

scostamenti significativi e persistenti delle variabili finanziarie rispetto ai parametri storici, paiono effettivamente avere una certa capacità predittiva.

Al tempo stesso, nonostante i progressi compiuti nell'affinare la nostra capacità di giudizio, permangono notevoli carenze. Grazie ai miglioramenti nell'intermediazione finanziaria sono oggi sostenibili rapporti debito/reddito più elevati che in passato, ed è quindi divenuto più difficile stabilire in termini quantitativi quando essi diventino eccessivi. Per giunta, alcuni dati basilari tendono a essere distorti. I rating esterni e interni, e i parametri di mercato del rischio creditizio possono essere condizionati da ondate di ottimismo o pessimismo. In questi casi, potrebbero fornire indicazioni fuorvianti sui pericoli cui sono esposte in prospettiva talune componenti del sistema. Inoltre, l'impiego di dati aggregati a fini previsionali non permette di cogliere interazioni potenzialmente complesse e non lineari. Dobbiamo approfondire le nostre conoscenze sulla distribuzione dei rischi all'interno del sistema, e sulla probabilità che differenti operatori reagiscano in modo uniforme a shock analoghi. Di fatto, occorrono strumenti migliori per sottoporre a prove di stress l'intero sistema finanziario e valutare il modo in cui gli shock possono retroagire sull'economia reale, causando a loro volta una nuova serie di contraccolpi sul sistema finanziario, e così via. Niente di tutto ciò è facile da realizzare.

Come potrebbero reagire i responsabili delle politiche, nell'ipotesi che gli organismi competenti concordassero sull'emergere di uno squilibrio problematico? Il primo passo consisterebbe in dichiarazioni concertate di monito. La minaccia di una reazione di parte ufficiale potrebbe indurre sia i creditori che i debitori a rivedere le proprie strategie di investimento. Qualora si giudichi poi necessario agire, su base discrezionale, verrebbe fatto ricorso *in primis* alla regolamentazione prudenziale nel caso in cui si ritenga che sia stata in qualche modo intaccata la solidità del sistema finanziario. A questo riguardo, un importante nuovo postulato per la vigilanza, che discende dall'interesse al funzionamento del sistema nel suo insieme, è che essa dovrebbe prestare la dovuta attenzione al problema noto come "fallacia della composizione". Infatti, quella che può essere una raccomandazione appropriata per una singola istituzione non è necessariamente tale a livello di intero sistema. Per converso, sarebbe impiegata in prima istanza la politica monetaria laddove i timori riguardino principalmente la crescente esposizione dei debitori e si giudichi che il sistema finanziario sia ancora in buone condizioni di salute.

Quanto agli assetti istituzionali, il principale rischio insito nella separazione della funzione di vigilanza da quelle di banca centrale è la possibilità che questioni rilevanti ai fini della stabilità macrofinanziaria passino tra le maglie del sistema, ossia che i diversi organismi si accorgano dell'insorgere dei problemi, ma presumano che sia qualcun altro a farsene carico. Un modo per evitare questo rischio consisterebbe nel tenere regolari incontri fra alti esponenti delle banche centrali, degli organi di vigilanza e dei ministeri finanziari allo scopo di esaminare assieme gli eventi e di individuare i potenziali problemi. A livello internazionale, un consesso di questo tipo peraltro esiste già – il Forum per la stabilità finanziaria –, mentre in molti casi non vi è nulla di simile a livello nazionale. Nei paesi in cui gruppi multilaterali di questo genere sono stati istituiti per facilitare la gestione e la risoluzione di crisi, la via più

semplice sarebbe quella di estendere il loro mandato anche alla prevenzione delle crisi.

Quali ostacoli pratici potrebbero frapporsi all'istituzione di un siffatto quadro? E come sarebbe possibile rimuoverli? Forse il più importante ostacolo sarebbe semplicemente la mancata convinzione che gli squilibri interni comportino rischi per l'economia o per il sistema finanziario, unitamente allo scetticismo circa la possibilità di individuarli in anticipo. Insomma, il nuovo quadro potrebbe non essere ritenuto necessario, né efficace. Eppure la prima argomentazione perde ogni valore ove si accetti una strategia di ottimizzazione minimax, che mira precisamente a evitare gli esiti veramente nefasti in un contesto di grande incertezza. In effetti, l'onere della giustificazione verrebbe così a ricadere su coloro che sono disposti ad accettare i rischi a più lungo termine associati a politiche fortemente discoste dai parametri storici. Quanto alla possibilità di individuare gli squilibri, essa trarrebbe senz'altro beneficio da più approfondite ricerche su quella che appare purtroppo come una sempre più lunga serie storica di crisi finanziarie.

Che cosa impedirebbe in particolare agli organi di vigilanza di agire nel modo preconizzato dal nuovo quadro? Anzitutto, dopo decenni di attività incentrata sulle singole istituzioni, alcuni potrebbero non condividere l'idea che l'instabilità finanziaria possa emergere anche quando queste appaiono solide. Secondariamente, gli organi di vigilanza non hanno generalmente i poteri necessari per agire nei modi sopra citati. Riguardo al primo aspetto, va notato che la cultura della vigilanza è già cambiata in misura considerevole, e potrebbe mutare ulteriormente per effetto della più regolare interazione con le altre istanze coinvolte nelle questioni sistemiche. Quanto al secondo, i poteri necessari potrebbero essere ottenuti se i legislatori si convincessero dell'opportunità di accordarli. Ciò può forse apparire improbabile, ma non va dimenticato che negli anni sessanta e settanta la lotta all'inflazione godeva di ben scarso sostegno presso l'opinione pubblica. Oggi, invece, la sua desiderabilità è riconosciuta quasi universalmente.

Nel caso delle banche centrali, quali fattori potrebbero impedire loro di operare come dettato dal nuovo quadro? Il primo e più importante ostacolo deriva dalla possibilità che si percepisca un potenziale conflitto con il desiderio di stabilizzare l'inflazione a un basso livello positivo, come nel caso in cui l'inflazione fosse sotto controllo ma la nuova strategia richiedesse un inasprimento monetario. Forse la prima domanda che ci si può porre è se il mantenimento di una bassa inflazione positiva sia veramente auspicabile in presenza di perduranti shock positivi dal lato dell'offerta. Tale questione analitica fu oggetto di animato dibattito nel periodo fra le due guerre e merita di essere riconsiderata. Ma anche supponendo che questo obiettivo rimanga valido, non dovrebbe essere difficile adattare gli attuali regimi orientati al controllo dell'inflazione in modo che tengano conto delle preoccupazioni riguardo agli squilibri finanziari interni. Contrastare gli eccessi finanziari in un contesto di bassa inflazione equivale a contrastare la deflazione sul più lungo periodo necessario affinché gli eccessi si esauriscano. In pratica, una banca centrale potrebbe normalmente condurre la politica monetaria nella stessa maniera in cui lo fa oggi; tuttavia, essa segnalerebbe anche chiaramente, attraverso il

monitoraggio pubblico degli indicatori di stabilità finanziaria, che la sua azione verrebbe all'occorrenza impostata così da tener conto di queste considerazioni a più lungo termine per la stabilità dei prezzi.

Verso un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria a livello internazionale?

In un certo senso stupisce che gli squilibri finanziari interni non occupino una posizione più preminente fra le priorità delle politiche, visto che quelli internazionali sono da secoli fonte di preoccupazione. In effetti, le passate versioni dei sistemi monetari internazionali erano tutte concepite in modo da impedire che tali squilibri diventassero pericolosamente incontrollabili. Ad esempio, il regime del *gold standard* incorporava un processo (non sempre agevole) di aggiustamento automatico degli squilibri commerciali. Nel quadro della cosiddetta "impossibile trinità", i paesi mantenevano la parità di cambio fissa e la libera circolazione dei capitali, rinunciando però all'indipendenza monetaria nell'interesse della disciplina sistemica. Nel sistema di Bretton Woods essi avevano cambi fissi e politiche monetarie autonome, ma non la libertà di movimento dei capitali. L'FMI svolgeva essenzialmente un ruolo di arbitro, imponendo disciplina soprattutto ai paesi con ampi disavanzi esterni. In seguito, dopo che la progressiva liberalizzazione dei flussi di capitali ebbe portato alla caduta del sistema, ci si basò sull'assunto che i tassi di cambio fluttuanti avrebbero costituito il meccanismo attraverso il quale gli squilibri commerciali sarebbero stati ridotti prima che raggiungessero proporzioni destabilizzanti. Ma di fronte alle dimensioni degli attuali squilibri di parte corrente, fra cui spicca quello degli Stati Uniti, tale assunto viene sempre più messo in discussione. Come già detto, si teme soprattutto che un brusco calo della domanda di attività denominate in dollari generi instabilità sui mercati finanziari globali, oppure che si moltiplichino le pressioni protezionistiche.

A questo punto si tratta di vedere quali caratteristiche dell'attuale sistema monetario e finanziario internazionale abbiano concorso a tale esito, e come queste possano essere modificate in modo da evitare problemi futuri. A quanto pare, la questione di fondo è che non disponiamo più di un sistema che in qualche modo costringa i paesi a modificare i livelli relativi di assorbimento interno, e i connessi rapporti di cambio, così da ridurre ordinatamente gli squilibri esterni. Varie importanti economie creditrici, specie in Asia, hanno compiuto sforzi notevoli per contenere il valore delle proprie monete rispetto al dollaro, impedendo così la necessaria correzione verso il basso della valuta americana in termini effettivi. In definitiva, oggi non abbiamo un vero sistema di cambi fluttuanti, e al tempo stesso siamo ben lontani dal sistema di Bretton Woods. I principi di aggiustamento dell'FMI non hanno mai avuto molta influenza sui paesi creditori e, con ogni probabilità, ne hanno ancor meno oggi. Anche se a rigor di logica è possibile che le misure di politica economica volte a ridurre gli squilibri interni, sia nei paesi creditori che in quelli debitori, riescano a correggere anche quelli esterni, ciò non dovrebbe essere dato per scontato. In realtà, è poco probabile che così avvenga. Dobbiamo pertanto domandarci se vi siano cambiamenti istituzionali che meritano di essere raccomandati al fine di rafforzare il processo di aggiustamento internazionale. Tre sono le possibilità ipotizzabili.

Anzitutto, si potrebbe considerare il ritorno a un sistema più regolamentato. Vari accademici hanno suggerito l'istituzione di una moneta unica internazionale. Nel quadro dell'impossibile trinità, ciò implicherebbe che le autorità nazionali rinuncino al controllo monetario interno e rimuovano i vincoli ancora esistenti sui movimenti dei capitali. Un'alternativa più realistica potrebbe essere quella di creare un ristretto numero di blocchi valutari più formalizzati (basati, ad esempio, sul dollaro, sull'euro e sul renminbi/yen), i cui cambi dovrebbero naturalmente poter fluttuare in modo più libero l'uno rispetto all'altro. Nemmeno un tale sistema eviterebbe tuttavia la possibilità di eccessivi flussi di capitale indotti da un erroneo ottimismo riguardo a questo o quel blocco valutario, che potrebbero causare variazioni abnormi dei tassi di cambio e una connessa allocazione distorta delle risorse a livello internazionale. Sul piano pratico, le economie asiatiche stanno istituendo contatti e procedure più formali per la cooperazione monetaria regionale. Tuttavia, esse sono ancora lontane non solo dalla creazione di una moneta unica, ma anche da qualcosa di paragonabile agli accordi di cambio che hanno preceduto l'euro.

Una seconda possibilità sarebbe l'adozione di un sistema più simile a quello di Bretton Woods. La storia insegna che esso potrebbe funzionare senza attriti soltanto se i movimenti di capitali fossero soggetti a controlli più stringenti di quelli attuali, cosa che già di per sé comporterebbe dei costi. Inoltre, occorrerebbe attribuire poteri assai maggiori all'FMI affinché questo possa indurre i paesi creditori e debitori a fare la propria parte nel processo di aggiustamento internazionale. Ciò potrebbe, a sua volta, ridurre l'incentivo ad accumulare massicce riserve quale forma di autoassicurazione. Ovviamente, non sarebbe per nulla facile persuadere i paesi, specie quelli maggiori, a rinunciare spontaneamente in questo modo a parte della loro sovranità.

La terza possibilità, la più promettente nel mondo reale, sarebbe quella di considerare soluzioni cooperative informali, riconoscendo le interdipendenze e l'esigenza di evitare circostanze che possano condurre a turbative sistemiche. Come minimo, ciò presupporrebbe un regolare scambio di vedute fra i grandi paesi creditori e debitori per valutare se stiano sorgendo problemi e, in caso affermativo, quali politiche possano porvi rimedio. Sempre nel quadro dell'impossibile trinità, ciò significherebbe che, all'occorrenza, le autorità dovrebbero accettare che taluni aspetti del loro comportamento sottostiano a vincoli. Tuttavia, così come per gli squilibri interni, non andrebbero sottovalutati gli ostacoli all'azione derivanti da differenti percezioni del rischio sistemico, da differenti culture e modelli analitici, o dal mero interesse nazionale.

Riassumendo, tutte le scelte di politica economica comportano *trade-off* e discrezionalità; quelle nell'area della stabilità macrofinanziaria non fanno eccezione. Da un lato, il più stabile contesto macroeconomico in cui abbiamo vissuto durante gli ultimi vent'anni e le politiche che lo hanno reso possibile hanno prodotto incontestabili benefici. Dall'altro, non è difficile trovare conferme di tensioni incipienti, e non si possono escludere problemi futuri. Quel che si vuole suggerire in questa sede è che gli squilibri finanziari sia

interni sia internazionali richiedono un'attenzione più sistematica, e ciò può essere realizzato mediante un adattamento in chiave evolutiva del quadro attuale delle politiche. Certo, è un cammino non privo di ostacoli, ma agli occhi di quanti ritengono che vi sia un problema da risolvere essi non dovrebbero apparire insormontabili.

