

## I. Introduzione: l'economia mondiale resiste alle crescenti tensioni

Lo scorso anno a quest'epoca il perdurare di un'eccellente performance dell'economia mondiale destava a un tempo soddisfazione e sorpresa: soddisfazione, perché la robusta crescita e un'inflazione persistentemente bassa, specie in molte economie emergenti, comportavano in generale un miglioramento del tenore di vita e un calo significativo della povertà; sorpresa, perché tutta una serie di squilibri che secondo alcuni rischiavano fortemente di pregiudicare questi buoni risultati non avevano ancora prodotto tale effetto. Stupiva il fatto che molte delle principali variabili macroeconomiche che da tempo si andavano discostando sensibilmente dai loro livelli storici non accennassero in alcun modo a riconvergere verso i valori medi. La domanda negli Stati Uniti sembrava non risentire di un indebitamento senza precedenti e in continua ascesa del settore delle famiglie, né dell'ulteriore rialzo dei corsi petroliferi. I prezzi delle abitazioni rimanevano saldamente su valori record ovunque. Il boom degli investimenti in Cina proseguiva senza interruzioni. I capitali continuavano ad affluire agevolmente a tutte le categorie di prenditori. E l'inatteso ulteriore peggioramento degli squilibri esterni – che avevano già toccato livelli mai osservati prima di allora – non produceva turbative sui mercati dei cambi.

A distanza di un anno sembrano prevalere le stesse percezioni, e in misura ancora maggiore. Permangono motivi di soddisfazione. Non solo è proseguita la buona performance (Capitoli II e III), ma vi sono anche segnali di una correzione di certi aspetti degli squilibri. La ripresa in Giappone sembra ormai consolidata, e appare sempre più probabile un'accelerazione dello sviluppo in Germania e in altri paesi dell'Europa continentale. Ciò rende l'espansione mondiale meno dipendente dai due precedenti poli di crescita, gli Stati Uniti e la Cina. In conseguenza dell'estendersi della fase espansiva, potrebbero ridimensionarsi gli stessi sbilanci commerciali. E i motivi di sorpresa non finiscono qui. Nel corso dell'ultimo anno si sono acuiti altri squilibri che già avevano destato preoccupazione. È proseguito, in particolare, un massiccio ricorso all'indebitamento, che ha ulteriormente innalzato i livelli del debito e i potenziali oneri per il suo servizio. Eppure, nonostante ciò l'economia globale continua la sua corsa.

I sostenuti ritmi di crescita, tuttavia, hanno cominciato a destare timori riguardo alle pressioni inflazionistiche mondiali. Ciò ha indotto una correzione di quelle politiche che in passato avevano contribuito a creare in tutto il mondo condizioni monetarie estremamente accomodanti (Capitolo IV). Fra i principali aggiustamenti intervenuti nell'anno trascorso figurano l'ulteriore

rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti e in Europa, la fine del cosiddetto "allentamento quantitativo" e la cessazione degli interventi sui mercati dei cambi in Giappone, e l'annunciata modifica del regime valutario in Cina (Capitolo V). Il fatto positivo, anch'esso gradito e sorprendente al tempo stesso, è che tali mosse non si sono a tutt'oggi (fine maggio) accompagnate a forti tensioni nei mercati finanziari. Si era infatti temuto, fortunatamente a torto, che i più alti tassi ufficiali potessero interagire con gli squilibri esistenti incidendo sia sull'attività finanziaria sia sulla propensione alla spesa, con possibili ricadute sulla crescita e sull'occupazione mondiali.

Ciò non significa che il recente inasprimento delle politiche sia rimasto senza effetto. Diversi segnali fanno ritenere che si sia già toccato un qualche punto di svolta. I tassi obbligazionari a lungo termine hanno infine cominciato a risalire, più nettamente dalla fine dell'anno scorso, e vi sono crescenti indicazioni che anche altri mercati finanziari si stanno muovendo in tal senso (Capitolo VI). Inoltre, negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi i rincari delle abitazioni (Capitolo VII) e l'attività edilizia hanno di recente perso parte del loro vigore. Evidentemente, l'auspicio delle autorità è che questo "rientro" ordinato prosegua, aprendo così la strada a una graduale convergenza verso un tasso di crescita sostenibile. Proprio queste sono le previsioni prevalenti, condivise anche da FMI e OCSE.

Ma, sebbene questo sia lo scenario previsto, in che misura possiamo esserne certi? Anzitutto andrebbe forse rilevato che, rispetto agli Stati Uniti, a livello mondiale il ciclo di inasprimento monetario non è ancora ben avanzato. Inoltre, i tassi a lungo termine, che svolgono un ruolo centrale in tanti mercati finanziari, sono tornati a salire sensibilmente solo dagli inizi del 2006. Effetti più dirompenti non possono ancora essere esclusi. Come dimostrano le recenti esperienze di Giappone, Germania e Sud-Est asiatico, un costoso rallentamento dell'economia è sempre possibile anche dopo lunghi periodi di risultati eccezionali, così come lunghi periodi di stabilità dei prezzi non bastano ad assicurare alti tassi di crescita per il futuro.

Nella congiuntura attuale, prudenza vuole che le autorità continuino a concentrarsi sui rischi residui e sul modo in cui farvi fronte. In via preventiva andrebbero valutate le misure da adottare per minimizzare tanto la probabilità dell'insorgere dei problemi, quanto l'entità delle connesse perdite. Qualora le difficoltà si manifestino, occorrerà invece pensare a come contenerne gli effetti negativi. Nelle Conclusioni di questa Relazione annuale verranno affrontate tali questioni prospettiche e altre di carattere più normativo.

A limitare la nostra capacità di valutazione dei problemi emergenti e delle possibili soluzioni è il costante processo di mutamento strutturale dell'economia mondiale. Le nuove tecnologie e l'apertura di economie in precedenza chiuse agli influssi esterni stanno entrambe incidendo profondamente sull'economia reale. Il meccanismo inflativo è anch'esso cambiato, forse drasticamente. Il settore finanziario ha parimenti risentito dell'impatto congiunto di globalizzazione, consolidamento e accresciuta influenza delle forze di mercato. L'aspetto positivo è che i banchieri centrali appaiono ben consapevoli di questi mutamenti e delle incertezze che comportano. Durante l'anno passato taluni schemi di politica economica sono stati sempre più messi in discussione e

sono emersi segnali di un loro significativo adattamento alle nuove esigenze. Il cambiamento genera cambiamento, il che non è un male.

### Sfide poste dai recenti successi

La forte crescita economica del periodo in rassegna ha interessato tutte le principali aree geografiche. La spinta ha tratto origine principalmente negli Stati Uniti e in Asia, favorendo dapprima le economie che hanno esportato verso queste regioni. A sua volta, l'accresciuta domanda ha fatto aumentare sensibilmente i prezzi dell'energia e di altre materie prime. Attraverso effetti di volume e di prezzo, ciò ha avvantaggiato più in generale i mercati emergenti fra cui, per il terzo anno consecutivo, le economie africane. Invece di patire le ricadute negative di questo shock di prezzo, il Giappone e i paesi dell'Europa continentale hanno anch'essi mostrato segni più evidenti di ripresa.

Questo propizio vigore della crescita a livello aggregato ha tuttavia continuato ad accompagnarsi, in alcune delle economie a più rapida espansione, a una composizione della spesa decisamente insolita. Negli Stati Uniti e in vari altri paesi i consumi privati sono stati sorprendentemente alti, al pari degli investimenti residenziali, alimentati entrambi da favorevoli condizioni creditizie, dall'ascesa dei prezzi delle abitazioni e da una capacità finanziaria ben sviluppata di mobilitazione delle plusvalenze immobiliari. Di conseguenza, la propensione al risparmio delle famiglie è stata assai bassa (o decisamente negativa in taluni paesi), mentre l'indebitamento del settore ha continuato ad aumentare. In Cina, per converso, sono stati gli investimenti fissi a toccare livelli eccezionalmente elevati. Anche qui un ruolo centrale è stato svolto dalle condizioni accomodanti del credito, così come da pressioni politiche in favore del finanziamento di progetti che potrebbero non soddisfare i normali criteri prudenziali in materia di rischio creditizio. Con un prodotto destinato in buona parte ai mercati stranieri, anche gli investimenti diretti esteri hanno avuto un influsso significativo. Volendo semplificare molto, questa configurazione insolita ha fatto dei paesi anglofoni il polo mondiale della crescita nel consumo di beni *tradable*, e dell'Asia – in special modo della Cina – il polo mondiale della loro accresciuta produzione.

Nel resto del mondo lo scostamento più sorprendente dalla normale dinamica della spesa è dato dal persistere di un basso saggio di investimento delle imprese, in concomitanza con un risparmio delle famiglie ancora elevato. In numerosi paesi l'andamento degli investimenti societari appare tanto più inesplicabile se si considerano il livello generalmente alto dei profitti rilevati e le condizioni finanziarie, che appaiono tuttora assai accomodanti. Fra le possibili spiegazioni di tale debolezza potrebbero esservi sia un atteggiamento esitante indotto da precedenti eccessi, sia una soglia di accettazione dei progetti troppo elevata in un contesto di bassi tassi di interesse. L'influsso di tali fattori dovrebbe diminuire col tempo. Una spiegazione più fondamentale può risiedere nel dubbio circa la redditività prospettica degli investimenti. Una ragione di ciò potrebbe essere il timore che la passata crescita dei profitti fosse ampiamente dovuta a fattori *una tantum* (tassi di interesse in calo, agevolazioni fiscali, abbattimento dei costi), oppure la convinzione che in

paesi come gli Stati Uniti gli attuali alti livelli di spesa delle famiglie non siano sostenibili. Un altro motivo ancora sarebbe la preoccupazione riguardo alla concorrenza futura, in particolare quella proveniente da Cina e India.

Una conseguenza internazionale del basso rapporto fra risparmio e investimenti interni negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi anglofoni rispetto ad altre economie è che gli squilibri esterni sono cresciuti a livelli record. A fine 2005 il disavanzo corrente USA era pari al 6½% del PIL, nonostante la bilancia dei redditi da capitale sia rimasta ostinatamente in attivo fino a poco tempo fa. Quasi tutte le regioni del mondo contribuiscono al corrispondente surplus, ma ai primi posti figurano la Cina, il Giappone e, più di recente, i paesi esportatori di petrolio.

Se il vigore della domanda globale ha continuato a essere fonte di soddisfazione lo scorso anno, lo stesso vale per la dinamica mondiale dell'inflazione. Vero è che i rincari dell'energia hanno fatto di norma lievitare l'indice generale dei prezzi al consumo, ma il loro impatto sulle misure dell'inflazione di fondo è stato contenuto. In gran parte delle economie salari e benefici accessori sono rimasti ampiamente sotto controllo. Inoltre, gli incrementi di produttività sono stati tendenzialmente maggiori nei paesi a più alto tasso di crescita dei salari, come gli Stati Uniti, esercitando un effetto di segno opposto sui costi unitari del lavoro. Ad avere implicazioni favorevoli è stato anche il fatto che nel 2005 la quota dei profitti sui redditi dei fattori ha raggiunto livelli record su scala mondiale, nonostante gli aumenti di prezzo delle materie prime. Nuove spinte dal lato dei costi potrebbero così essere temporaneamente assorbite da una compressione dei margini.

Tuttavia, come nel caso della domanda aggregata, un esame più approfondito mette in luce problemi latenti che meritano attenzione. Anzitutto, i dati rilevati potrebbero non essere indicatori affidabili delle tendenze di fondo del costo della vita, già difficili da individuare a causa delle forti oscillazioni dei prezzi relativi negli ultimi anni. Ad esempio, benché in gran parte delle economie i costi dei servizi abitativi siano fortemente cresciuti, essi sono generalmente misurati in maniera imprecisa, se non addirittura ignorati nel computo degli indici dei prezzi al consumo. In secondo luogo, l'inflazione di fondo viene calcolata escludendo le componenti volatili, come i prezzi dell'energia, che sono però in crescita ormai da oltre tre anni. È la realtà dei maggiori costi sostenuti dai consumatori per l'energia e le abitazioni che potrebbe ancora scaricarsi sulle rivendicazioni salariali. In terzo luogo, in molti paesi gli effetti dei rincari energetici sono stati attenuati da vincoli regolamentari e sussidi statali, destinati tuttavia a venir meno con l'andar del tempo. Infine, con l'approssimarsi dell'economia mondiale alla piena capacità produttiva, non è da escludere un acuirsi delle pressioni inflazionistiche.

L'enfasi crescente posta negli ultimi trimestri sulla necessità di rimanere "vigili" nei confronti delle pressioni inflazionistiche potenziali trova ulteriore giustificazione nella presenza ormai da molti anni di condizioni monetarie e creditizie estremamente accomodanti. In termini reali i tassi ufficiali di Stati Uniti e area dell'euro sono negativi da alcuni anni, e ben inferiori alla crescita potenziale dall'inizio di questo decennio. Lo stesso vale per gli aggregati monetari e creditizi che, dopo i forti aumenti degli ultimi anni, in molti

casi hanno ancora accelerato il passo nel periodo in esame. Nelle economie emergenti è osservabile un andamento analogo, conseguenza di una creazione del credito tendenzialmente più rapida e degli effetti prodotti sulla liquidità interna da ingenti afflussi di capitali. Il successivo riflusso di fondi verso i paesi industriali, sotto forma di riserve in valuta, completa il processo attraverso il quale il settore ufficiale ha aumentato la liquidità a livello mondiale.

La dinamica di altre variabili finanziarie durante il trascorso esercizio testimonia parimenti dell'influsso di condizioni monetarie persistentemente accomodanti. Lo sviluppo forse più importante, dato il suo impatto su un'ampia gamma di altri mercati, è stato il perdurante mancato rialzo dei tassi obbligazionari USA a lungo termine, malgrado i cospicui incrementi del tasso sui *federal fund* e un'economia in continua crescita. Dopo una protratta fase calante, è stato solo nel marzo scorso che il tasso a lunga è tornato sui livelli del giugno 2004, quando la Federal Reserve cominciò la manovra di inasprimento. In altri paesi industriali i tassi obbligazionari hanno seguito dinamiche simili, ancorché ai più bassi livelli giustificati dalla relativa debolezza delle grandezze economiche. Da un lato, diversi studi sembrano puntare il dito sull'influsso dei massicci acquisti di titoli obbligazionari a lungo termine, soprattutto in dollari USA, da parte di banche centrali estere, nonché di fondi pensione e compagnie di assicurazione miranti a coprire passività a lungo termine. Dall'altro, non si può escludere del tutto la possibilità che il mercato abbia semplicemente scontato la probabilità di una protratta recessione economica, forse in reazione agli attuali eccessi.

Gli andamenti degli altri mercati finanziari non sembrano tuttavia confermare queste interpretazioni più pessimistiche. In effetti, i prezzi di pressoché tutte le attività finanziarie a più lungo termine si sono mossi costantemente al rialzo. Gli spread sui titoli societari ad alto rendimento sono ridiscesi quasi ai minimi ciclici e ancora di più sono calati quelli sulle obbligazioni sovrane, toccando valori record da cui finora non si sono praticamente scostati. Con l'eccezione delle piazze statunitensi, nel 2005 i progressi delle quotazioni azionarie sono stati come minimo costanti quasi ovunque e addirittura spettacolari in Giappone e in numerose economie emergenti. Come già accennato, i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere in gran parte dei paesi. Infine, sempre in linea con le previsioni ottimistiche, anche il costo dell'assicurazione contro la volatilità attesa (desunto dal prezzo delle opzioni) è stato insolitamente basso negli ultimi trimestri.

Non è difficile rinvenire in ognuno di questi mercati fattori specifici a sostegno delle previsioni ottimistiche per il futuro. Basti citare, ad esempio, le insolvenze eccezionalmente basse sulle obbligazioni societarie negli anni più recenti o ancora i benefici apportati a molti emittenti sovrani da più efficaci politiche nazionali, migliori posizioni esterne e minore volatilità macroeconomica nei paesi industriali. Nondimeno, il fatto che tutte queste attività a lungo termine abbiano segnato aumenti di prezzo simultanei induce naturalmente anche a considerare la possibilità che vi sia una causa comune. In varia misura, potrebbero essere tutte manifestazioni del prolungato periodo di condizioni creditizie condiscendenti cui si è accennato poc'anzi. In effetti, questa interpretazione degli sviluppi nei mercati finanziari è ulteriormente

suffragata dal recente andamento dei corsi delle materie prime in generale, e di quelli del petrolio e dell'oro in particolare. La tendenza pressoché ininterrotta al rialzo di questi prezzi è iniziata intorno a metà 2003, quando i tassi ufficiali nei principali paesi industriali toccarono i minimi del ciclo attuale.

Seppure con motivazioni in parte differenti, le banche centrali di quasi tutte le principali economie industriali hanno inasprito le condizioni monetarie nel periodo in rassegna. Ancora una volta, il processo è stato più intenso negli Stati Uniti, dove ogni riunione del Federal Open Market Committee si è tradotta in un rialzo dei tassi di 25 punti base, fino al livello del 5% segnato a metà maggio 2006. Benché la misura dell'inflazione di fondo preferita dalla Federal Reserve sia rimasta ampiamente sotto controllo, l'indice generale dei prezzi al consumo ha toccato lo scorso anno il massimo del 4½% circa, in primo luogo per effetto del rincaro dell'energia. Oltre a ciò, la graduale riduzione della capacità eccedente nel paese, unitamente al continuo rapido aumento dei prezzi delle abitazioni, segnalano il rischio di ulteriori pressioni inflazionistiche. La BCE ha innalzato i tassi in due occasioni, malgrado i livelli relativamente più elevati di capacità in eccesso, sullo sfondo di timori circa l'evoluzione di entrambi i pilastri su cui poggia la sua strategia di politica monetaria: i rincari petroliferi hanno spinto verso l'alto l'inflazione generale, rafforzando ulteriormente l'esigenza di rimanere vigili di fronte all'eventualità di un'accelerazione della dinamica salariale, mentre l'espansione del credito, specie sotto forma di prestiti ipotecari alle famiglie, è aumentata nettamente.

Persino in Giappone, dove le autorità si erano concentrate per anni sulla necessità di eliminare le tendenze deflazionistiche, l'emergere di indicazioni che erano stati finalmente raggiunti i risultati sperati ha portato la banca centrale a concludere che avrebbe potuto avviare un cauto abbandono della politica di "allentamento quantitativo". La Bank of Japan ha tuttavia anche precisato che questa risoluzione era indipendente da quella di un eventuale innalzamento dei tassi di riferimento a breve termine. Analogamente agli aumenti "misurati" dei tassi ufficiali negli Stati Uniti, tale decisione era volta a evitare liquidazioni destabilizzanti delle esposizioni finanziarie accumulate durante il lungo periodo di bassissimi tassi di interesse in Giappone. Altri paesi del mondo industriale hanno parimenti inasprito con cautela le condizioni monetarie per ragioni sostanzialmente identiche.

Ma l'inasprimento monetario ha avuto una conseguenza indiretta indesiderata. In virtù del fatto che i tassi ufficiali sono saliti più negli Stati Uniti che altrove, durante gran parte del 2005 il dollaro si è infatti apprezzato notevolmente in termini effettivi, per poi regredire leggermente. Ciò ha disorientato le aspettative di quanti avevano puntato l'attenzione sul crescente, e di fatto insostenibile, disavanzo esterno statunitense. Per giunta, il rafforzamento del dollaro ha forse contribuito ad ampliare ancor più il deficit. L'incidenza delle importazioni sul PIL è cresciuta nettamente, solo in parte a causa dei rincari petroliferi. Nelle altre economie industriali il deprezzamento della moneta ha contribuito a ridurre gli effetti generalmente negativi sul conto corrente dovuti ai maggiori prezzi delle materie prime e al peggioramento delle ragioni di scambio.

Era lecito attendersi che il rafforzamento del dollaro, in combinazione con i più alti tassi ufficiali USA, riducesse inoltre i flussi di capitali verso le



economie emergenti, provocando un indebolimento delle loro divise. Ma anche in questo caso, contrariamente a ogni aspettativa, tali valute si sono perlopiù apprezzate, talvolta in misura significativa, per quasi tutto il periodo in esame. Se ciò è in parte riconducibile al miglioramento delle bilance commerciali indotto dai rincari delle materie prime e dalle più efficaci politiche nazionali, va tuttavia notato che anche gli afflussi di capitali – sotto un’ampia varietà di forme – sono decisamente cresciuti. Evidentemente, all’aumentare dei tassi statunitensi il finanziamento delle operazioni di *carry trade* all’origine di tali afflussi si è semplicemente spostato verso altri paesi industriali con tassi di interesse inferiori.

Le economie emergenti hanno reagito a queste pressioni combinando in vario modo apprezzamenti del cambio, interventi valutari e allentamento della politica monetaria. Vi è stata in genere una disponibilità maggiore che in passato ad accettare un rafforzamento della moneta. Nondimeno, in molti paesi dell’area emergente (esclusa l’America latina) i tassi di interesse reali sono stati mantenuti in prossimità dello zero per gran parte del periodo in esame, analogamente a quanto osservato nella maggioranza dei paesi industriali. Per ciò che concerne il ricorso agli interventi valutari, le riserve detenute dai paesi emergenti sono cresciute a livelli record, sebbene a ritmi inferiori. Gli aumenti hanno interessato un po’ tutte le economie, ma in special modo la Cina, dove sono stati estremamente elevati.

Tra febbraio e metà maggio 2006, allorché nei paesi industriali si è generalizzato lo scenario di crescita più sostenuta e di condizioni monetarie restrittive, hanno cominciato a manifestarsi segni di un mutamento nel clima finanziario. Quel che forse più importa, negli Stati Uniti i tassi obbligazionari a lungo termine si sono mossi nettamente al rialzo, seguiti da quelli di Europa e Giappone. Inoltre, il dollaro è tornato a perdere terreno, a ritmi persino maggiori da aprile, mentre euro e yen si sono rafforzati. Valute ad alto rendimento come il dollaro neozelandese, il fiorino ungherese e la corona islandese, in precedenza assai privilegiate dagli speculatori, hanno subito un drastico calo nel momento in cui l’attenzione è tornata ad appuntarsi sia sugli squilibri interni (come i crescenti prezzi delle abitazioni e i bassi saggi di risparmio privato), sia sugli ampi disavanzi esterni a essi correlati. I mercati azionari del Medio Oriente – un’area che aveva tratto notevoli vantaggi dai rincari dell’energia – hanno subito un calo ancora più spettacolare allorché si sono raffreddati gli entusiasmi degli investitori regionali, e anche in molte altre economie di mercato emergenti in maggio si è registrato un arretramento dovuto alle dismissioni operate dagli investitori esteri. Resta da vedere se questi eventi preannuncino un più diffuso e duraturo ritorno da parte degli investitori a comportamenti improntati a maggior cautela. Molte previsioni errate di un siffatto cambiamento erano state formulate nel recente passato, anche se non in un contesto di generale inasprimento delle condizioni monetarie.

## Cambiamenti strutturali e nuovi quadri di riferimento delle politiche

Nel corso del tempo l’integrazione dei processi produttivi nell’economia internazionale è cresciuta significativamente, soprattutto dagli inizi degli anni

novanta. Su scala mondiale, ciò ha comportato tanto un aumento nei livelli di produttività quanto massicci incrementi nell'offerta effettiva di lavoro. Assieme questi fattori hanno continuato a esercitare pressioni dirette al ribasso sui prezzi dei beni e dei servizi commerciabili, anche se forse in misura minore nel 2005 rispetto agli anni precedenti. Essi hanno però anche continuato a produrre effetti indiretti, con connesse implicazioni in termini di salari e prezzi. Non solo è aumentata la disponibilità di manodopera straniera con cui rimediare a strozzature nell'offerta, ma sono altresì divenute sempre più credibili le minacce di delocalizzare intere unità produttive in giurisdizioni a più basso costo. Lo scorso anno le operazioni di fusione e acquisizione hanno ulteriormente contribuito a queste tendenze di più lungo periodo, soprattutto in Europa. Inoltre, quel che si è profilato con maggior chiarezza nel periodo in rassegna sono state le iniziative delle imprese di mercati emergenti volte ad acquisire il controllo di società sia di altre economie emergenti, sia di paesi dell'area industriale. Questo fenomeno segna l'inizio di una fase significativa e politicamente più sensibile del processo di globalizzazione.

Con il passare dei mesi i segnali di resistenza a tutte queste forze si sono via via intensificati. Negli Stati Uniti il crescente disavanzo commerciale con la Cina ha rafforzato le pressioni politiche per un aumento del valore a cui viene scambiato il renminbi. La lieve rivalutazione del luglio 2005, accompagnata dall'annuncio di un nuovo regime basato su un paniere di monete, è stata ritenuta da molti inadeguata. Di conseguenza, al Congresso USA sono stati presentati vari disegni di legge che prevedono l'imposizione di dazi penalizzanti sulle importazioni cinesi. Le forze politiche statunitensi si sono inoltre fortemente opposte ai tentativi di imprese cinesi prima, e mediorientali poi, di acquisire partecipazioni di controllo in talune società USA. In Europa la resistenza si è concretizzata in misure volte a ostacolare la liberalizzazione dei servizi all'interno dell'Unione europea e le acquisizioni internazionali, specie nei settori della finanza e dell'energia. Le diffuse proteste contro le iniziative di liberalizzazione dei mercati del lavoro in Francia costituiscono un'ulteriore conferma delle incertezze e dei timori generati dalla globalizzazione.

A caratterizzare i mercati finanziari internazionali nel periodo in rassegna è stato anche il perdurante processo di cambiamento strutturale. Uno sviluppo gradito è stata l'accresciuta capacità dei mutuatari dei paesi emergenti di emettere titoli – talvolta con scadenze piuttosto lunghe – denominati in valuta locale. Nel corso dell'anno, in effetti, questi nuovi strumenti avrebbero attirato numerosi investitori, tra cui i fondi pensione. A prima vista il successo delle obbligazioni in valuta locale sembra confutare il principio del "peccato originale", secondo cui ai paesi con un passato di cattivi risultati macroeconomici non verrebbero più offerte simili opportunità di raccolta. Certo, ci si può anche chiedere se tale successo si rivelerà essere soltanto la conseguenza passeggera di condizioni monetarie distese e di una maggiore propensione al rischio.

Degna di nota è stata inoltre l'ulteriore spettacolare espansione dei mercati per il trasferimento del rischio creditizio, e in particolare di diversi tipi di obbligazioni strutturate emesse a fronte di una gamma sempre più ampia di attività ad alto rischio, inclusi gli immobili commerciali. Anche in questo caso si è dinanzi a un significativo passo in avanti – sebbene non scevro da



rischi – in direzione di una maggiore articolazione ed efficienza dei mercati. Lo scorso anno un gruppo di lavoro di emanazione privata ha riferito in merito all'attività di questo settore, richiamando l'attenzione in particolare sulle frequenti carenze riscontrate nella documentazione legale di supporto e su altri rischi di natura operativa. Le autorità di vigilanza di Stati Uniti e Regno Unito, i paesi in cui opera la maggior parte di tali mercati, hanno prontamente reagito con misure risolutive, volte a incoraggiare miglioramenti.

L'operato dei banchieri centrali ha risentito, nel bene e nel male, di questi sviluppi strutturali. In particolare gli shock positivi dal lato dell'offerta, fra cui gli effetti della globalizzazione sui mercati del lavoro, hanno facilitato il mantenimento dell'inflazione su bassi livelli. Purtroppo, però, questi sviluppi potrebbero anche aver generato in certa misura l'illusione che la battaglia contro l'inflazione sia stata vinta una volta per tutte. Inoltre, mercati finanziari più completi e generalmente più efficienti paiono talvolta aver attraversato fasi di sottovalutazione del rischio e di eccessiva espansione del credito. Questa combinazione di denaro abbondante e bassi premi al rischio potrebbe finire per causare inflazione o squilibri finanziari, se non addirittura entrambi.

Negli ultimi anni le banche centrali si sono mostrate più disposte a tener conto di tali pericoli nel definire la manovra monetaria, e sempre più spesso hanno accennato all'esigenza di rialzare i tassi ufficiali su valori più "normali" o "neutrali". A livello più formale, la Bank of Japan ha annunciato che la sua azione futura sarà basata su due criteri di riferimento: le prospettive per l'inflazione a breve e la necessità di evitare problemi di più lungo periodo simili a quelli sorti negli ultimi anni ottanta. Anche l'approccio a due pilastri adottato dalla BCE sembra essersi evoluto in una direzione analoga. A sostegno di tutti questi mutamenti vi è un crescente *corpus* di ricerche empiriche da cui emerge che, quando si tratta di assicurare la stabilità macroeconomica nel più lungo periodo, le condizioni monetarie, creditizie e finanziarie potrebbero avere ancora la loro importanza.