

VIII. Conclusioni: il difficile compito di contenere i danni

L'attuale turbolenza di mercato nei principali centri finanziari mondiali non ha precedenti nel dopoguerra. Di fronte al rischio significativo di una recessione negli Stati Uniti, cui si aggiunge il brusco aumento dell'inflazione in numerosi paesi, si sta facendo strada il timore che l'economia internazionale possa trovarsi a un qualche punto di svolta. Questo timore non è infondato. La difficile situazione odierna è il frutto di molti anni di possente interazione fra innovazione nei mercati finanziari, lassismo nella *governance* interna ed esterna e condizioni monetarie accomodanti. Più che all'attribuzione di responsabilità, la priorità assoluta va data alla ricerca di risposte ponderate.

Guardando al futuro, è fondamentale porre l'enfasi su tutti questi elementi, nonché sulla loro interazione, e non soltanto sulle recenti innovazioni nei mercati finanziari, che tanta attenzione hanno ricevuto sinora. Un'ottica troppo ristretta comporta due pericoli. In primo luogo, essa ispira azioni correttive di portata limitata che potrebbero rivelarsi inadeguate a gestire una crisi con radici profonde tanto nell'economia reale quanto nel settore finanziario. In particolare, occorre affrontare direttamente il problema dei crediti in sofferenza e dell'elevato onere per il servizio del debito accumulato durante svariati anni in alcune importanti economie. La tentazione, viceversa, di ricorrere a un'espansione ancor maggiore del credito e a una più alta inflazione per mascherare questi problemi va fermamente combattuta. In secondo luogo, focalizzarsi sulle carenze delle recenti innovazioni finanziarie induce le autorità ad affrontare i sintomi, anziché le cause di fondo, all'atto di prendere misure per evitare problemi analoghi in futuro. Nell'analizzare i problemi attuali, è indiscutibilmente importante individuare gli aspetti inediti, ma non vanno trascurate le analogie con il passato.

Non si può negare che i nuovi sviluppi nei mercati finanziari, segnatamente le carenze nell'attuazione del modello *originate-to-distribute*, abbiano avuto conseguenze nefaste. Prestiti di qualità sempre più scadente sono stati allestiti e poi venduti agli ingenui e agli avidi, e questi ultimi hanno spesso fatto ricorso alla leva finanziaria e a crediti a breve termine per accrescere ulteriormente i profitti. Ciò costituisce di per sé una grave fonte di vulnerabilità. Ma, quel che è peggio, l'opacità di tale processo fa sì che la collocazione finale delle esposizioni non sia sempre palese. Come fare per raccogliere i cocci quando non è nemmeno chiaro dove si trovino?

Le innovazioni finanziarie hanno esasperato quella che sembra essere una tendenza intrinseca alla "prociclicità" dei sistemi finanziari liberalizzati. Man mano che l'espansione creditizia alimenta la crescita economica ciclica, i prezzi delle attività e il sentimento di ottimismo aumentano, mentre diminuisce la percezione del rischio. Ciò incoraggia ulteriormente l'espansione creditizia, non da ultimo attraverso la disponibilità di garanzie supplementari utilizzabili

per ottenere nuovi finanziamenti, determinando profili di spesa che potrebbero infine rivelarsi insostenibili. L'esuberanza, inizialmente razionale, può in tal modo divenire irrazionale e porre così le premesse per un potenziale collasso successivo.

Non si può neppure negare – anche in questo caso come si è visto più volte in passato – che vi siano state lacune tanto nella *governance* interna quanto nella supervisione esterna delle istituzioni finanziarie. Alcune società hanno subito enormi perdite e la loro ricapitalizzazione forzata diluirà i rendimenti futuri degli attuali azionisti. Non sorprende dunque che questi ultimi siano indignati per la condotta sia degli organi dirigenti sia dei consigli di sorveglianza. Inoltre, date le crescenti indicazioni che il sistema finanziario nel suo complesso non sta più funzionando in maniera efficace, occorre che anche i responsabili della vigilanza prudenziale si chiedano cosa sia andato per il verso sbagliato. Com'è possibile, ad esempio, che si sia venuto a creare un enorme sistema bancario ombra senza che ciò abbia dato adito a una chiara manifestazione di preoccupazione di parte ufficiale? Forse, come nel caso dei processi di *governance* interna, nessuno ha semplicemente avvertito l'esigenza di porre domande scomode sulle fonti di profitto dal momento che le cose andavano così bene. È di conforto che quegli elementi del Basilea 1 che hanno contribuito agli eccessi, in particolare l'assenza di fatto di requisiti patrimoniali per le entità fuori bilancio collegate alle banche, non potranno più agire in tal senso nel quadro del Basilea 2. Per questo motivo, quanto prima si darà attuazione al nuovo schema, tanto meglio sarà.

Infine, non si può negare l'influsso esercitato da un fattore ancor più tradizionale. I tassi di interesse reali – a livello mondiale, e non solo in alcune economie industriali avanzate – si sono collocati su valori insolitamente bassi per gran parte di questo decennio. In un iniziale contesto di inflazione moderata e stabile, i tassi ufficiali, quelli di interesse a lungo termine e gli spread di rischio non sono aumentati in misura proporzionale a una crescita mondiale che ha raggiunto ritmi senza precedenti. L'espansione degli aggregati monetari e creditizi si è fortemente accelerata e le riserve valutarie hanno segnato una crescita record a seguito dell'intervento massiccio delle economie emergenti per contrastare l'apprezzamento dei rispettivi tassi di cambio. Per giunta, così come il basso livello dei saggi di interesse, anche la tendenza a una crescita più rapida della moneta e del credito ha interessato quasi tutte le principali regioni del mondo.

Una spiegazione plausibile di questo prolungato periodo di condiscendenza monetaria e creditizia è che le banche centrali non hanno ancora pienamente adeguato le rispettive politiche interne per tener conto della crescente importanza degli influssi di natura globale. Per molti anni l'inflazione mondiale è stata mantenuta su livelli bassi grazie all'effetto benefico di numerosi shock positivi e concomitanti dal lato dell'offerta originati dalla deregolamentazione e dal progresso tecnologico, ma forse ancor più dall'ingresso di importanti economie emergenti nel sistema commerciale mondiale. Tuttavia, anziché consentire che l'inflazione slittasse temporaneamente verso il basso, come si era fatto in passato in occasione di shock negativi dal lato dell'offerta, le autorità hanno dato un'interpretazione diversa

alla quiescenza della dinamica dei prezzi. Esse hanno ritenuto che non vi fosse alcun valido motivo per innalzare i tassi di interesse allorché la crescita accelerava, né alcun impedimento ad abbassarli quando essa rallentava. Non è certo azzardato ipotizzare che il basso livello dei tassi di interesse possa aver involontariamente incoraggiato un imprudente ricorso al credito, e infine la reviviscenza dell'inflazione. Analogamente, può essere pericoloso affermare che i movimenti dei prezzi degli alimentari e dell'energia possono essere ignorati nella formulazione della politica monetaria interna, per il solo fatto che hanno natura esogena. Per il mondo nel suo insieme, non si tratta di shock esterni dal lato dell'offerta, ma piuttosto di movimenti indotti principalmente da fattori di domanda. Questi esempi illustrano la necessità di meglio adeguare alle realtà della globalizzazione i quadri di riferimento per la conduzione delle politiche a livello nazionale.

Considerata la varietà degli influssi alla base delle odierne difficoltà economiche e finanziarie, le loro interazioni e il loro carattere duraturo, non ci si dovrebbe aspettare né un ritorno rapido e spontaneo alla normalità, né soluzioni rapide e facili sul piano delle politiche economiche. La probabilità che il compito di riportare ordine dopo gli eccessi del passato si riveli arduo ha un'importante implicazione: essa rafforza la tesi secondo cui occorre utilizzare gli strumenti di politica economica per contrastare fin dall'inizio gli eccessi alimentati dal credito. Se è vero che l'introduzione di un nuovo quadro di riferimento per la formulazione delle politiche presenta chiare difficoltà, è altrettanto vero che gli ingenti costi economici sostenuti in occasione di precedenti crisi di questo tipo giustificano una seria valutazione delle possibilità di cambiamento.

Quanto sono gravi i rischi per le prospettive economiche?

Nelle attuali circostanze, sebbene la maggior parte dei commentatori si attenda un rallentamento della crescita economica mondiale, vi è un grado eccezionalmente elevato di incertezza riguardo a quella che sarà la sua gravità. Basti considerare la crescente dispersione delle opinioni all'interno delle previsioni prevalenti, nonché il divario insolitamente marcato fra le previsioni di alcune autorità nazionali e quelle dell'FMI. Le divergenze nell'orientamento della politica monetaria fra le principali regioni, benché motivate da molteplici fattori, si spiegano altresì con un diverso giudizio sulla potenziale gravità degli effetti dell'attuale turbolenza sulle economie nazionali. Non molto maggiore è il grado di certezza in merito alle prospettive dell'inflazione, considerato che gli ultimi dati indicano come sempre più probabile un suo ulteriore incremento piuttosto che un improvviso calo. Di conseguenza, taluni vedono analogie con i primi anni settanta, allorché le pressioni inflazionistiche crebbero fortemente, altri invece con i primi anni novanta, quando i sistemi bancari e l'economia si ritrovarono indeboliti dall'accumulo di debito del settore privato. In definitiva, potrebbero senz'altro aver ragione entrambi.

Guardando indietro nel tempo, è possibile farsi un'idea del perché oggi prevalga un tale grado di incertezza. Il percorso che ha condotto alla situazione presente è di per sé assai inusuale. Sul piano dell'economia

reale, si è già detto dell'impatto prodotto negli anni recenti dalla globalizzazione, ma va anche considerato il ruolo senza precedenti svolto in molti paesi dalla spesa delle famiglie e dall'accumulo del debito durante l'ultima fase ascendente. Sul piano finanziario, si è assistito a una crescita senza precedenti in termini di volumi in numerosi mercati e alla comparsa di tutta una serie di nuovi strumenti e nuovi operatori. Sul piano delle politiche economiche, infine, l'entità del prolungato stimolo fiscale e monetario necessario ad assicurare la ripresa dopo la contrazione del 2001 è stata anch'essa senza precedenti. Alla luce di queste circostanze e delle perduranti turbolenze nei mercati finanziari, è semplicemente impensabile che i tradizionali modelli previsionali continuino a funzionare bene, ammesso che lo abbiano mai fatto.

Guardando avanti nel tempo, vi è considerevole incertezza circa la portata degli effetti pregiudizievoli sulla crescita causati da vari processi interattivi. Vi sono interazioni all'interno del settore finanziario, all'interno dell'economia reale, e fra i settori reale e finanziario, nonché potenziali effetti di contagio fra le aree geografiche. A queste vulnerabilità vanno aggiunti gli effetti inibitori prodotti sull'economia reale dalla crescente inflazione e le potenziali turbative originate dagli squilibri commerciali internazionali. Dietro molti di questi processi si profilano lo spettro di una riduzione della leva finanziaria, dopo svariati anni di accumulazione del debito, e il problema della cosiddetta "fallacia della composizione". In altri termini, le azioni ragionevolmente intraprese dai singoli soggetti economici nell'intento di risolvere i propri problemi potrebbero non fare altro che aggravare i problemi altrui. Tali processi possono essere altamente non lineari e rischiano perciò di condurre a una crescita mondiale molto più lenta di quanto generalmente previsto e, almeno per un certo periodo, a una maggiore inflazione.

All'interno del settore finanziario l'interazione più importante è quella fra le istituzioni e i mercati. Le banche nei principali centri finanziari, incontrando serie difficoltà nello stimare il loro fabbisogno futuro di capitale e di liquidità di fronte alle crescenti perdite e alla dilatazione involontaria dei bilanci, hanno già ridotto il credito ai mutuatari del settore finanziario e inasprito i requisiti di garanzia. Tale tendenza potrebbe senz'altro intensificarsi. A loro volta, i mutuatari non in grado di soddisfare queste condizioni più onerose potrebbero essere costretti a vendere attività in mercati che rimangono illiquidi nonostante gli interventi straordinari posti in essere dalle banche centrali. L'impatto delle vendite di emergenza sui prezzi e sul patrimonio delle istituzioni finanziarie potrebbe essere considerevole. Vi è inoltre il pericolo che siffatti sviluppi pregiudichino ulteriormente la liquidità di mercato nel caso in cui i precedenti *market-maker*, a corto di liquidità propria, siano costretti a ridurre ancora la loro operatività.

All'interno del settore reale la principale preoccupazione è che le famiglie, gravate dal pesante onere debitorio e in certi casi alle prese con il calo dei prezzi delle abitazioni, cerchino di accrescere i tassi di risparmio, da tempo su livelli bassi, riducendo bruscamente i consumi. Tale comportamento potrebbe essere incoraggiato dal fatto che negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi industriali avanzati lo stock di abitazioni, automobili e altri beni durevoli appare già alquanto elevato. Purtroppo, non è possibile che tutti accrescano il

risparmio simultaneamente, poiché la spesa degli uni rappresenta il reddito degli altri. Se ciò accadesse, il risultato finale sarebbe una diminuzione dell'attività economica e dell'occupazione, non solo nei paesi direttamente interessati, ma anche in quelli che esportano verso di essi. D'altra parte, è improbabile che tale lacuna sia colmata da un aumento degli investimenti negli Stati Uniti. In siffatte circostanze, le imprese potrebbero senz'altro ritenere che la domanda di loro prodotti non sia destinata a riprendersi per qualche tempo e limitarsi frattanto a contenere la spesa e a ridurre i costi. Ovviamente, un connesso calo del valore effettivo del dollaro porterebbe alla creazione di posti di lavoro e alla riduzione del disavanzo commerciale negli Stati Uniti, ma ciò non farebbe che accrescere il disagio degli esportatori di altri paesi.

Anche tra l'economia reale e il settore finanziario potrebbero sussistere interazioni preoccupanti. Al momento, ciò che si teme maggiormente è che ai mutuatari non finanziari vengano imposte condizioni creditizie ancor più stringenti. Sebbene il settore delle imprese a livello mondiale non manchi di liquidità, lo stesso non può dirsi di molte grandi società che di recente sono state oggetto di *leveraged buyout*. Inoltre, in molti paesi le famiglie non godono di una buona posizione finanziaria. Il solo fatto di non essere più in grado di estrarre ricchezza dalle proprietà immobiliari ha già prodotto, quantomeno negli Stati Uniti, effetti significativi sulla spesa. Condizioni creditizie ancor più stringenti potrebbero accentuare tali tendenze, portando alla perdita di ulteriori posti di lavoro e a un aumento dei fallimenti, con nuovi effetti di retroazione sul sistema finanziario.

Considerata la possibilità di un tale deterioramento del contesto economico e finanziario, non sarebbe sorprendente se anche il valore delle attività andasse soggetto a nuove pressioni, specie nel caso degli immobili residenziali, i cui prezzi continuano a destare forte preoccupazione in molti paesi. Negli Stati Uniti lo stock di unità abitative invendute resta particolarmente elevato e potrebbe senz'altro crescere ancora se i proprietari fossero tentati di rinunciare all'abitazione nel momento in cui il suo valore scendesse al di sotto di quello delle rispettive passività ipotecarie. Ciò rappresenterebbe un altro aggravio diretto sul capitale dei prestatori e intensificherebbe ulteriormente le spinte al ribasso sui prezzi degli immobili residenziali USA, nonché sul valore di tutti gli strumenti finanziari garantiti da quelle ipoteche. In vari paesi anche i prezzi degli immobili commerciali hanno cominciato a indebolirsi, un andamento che tradizionalmente è di cattivo auspicio per i creditori. È chiaro che queste interazioni fra i settori reale e finanziario sono potenzialmente tanto complesse quanto pericolose.

La globalizzazione accresce le possibilità di contagio fra aree geografiche. Ormai non possono più esservi molti dubbi sul fatto che l'economia statunitense si trovi di fronte a gravi difficoltà e sia quella che rischia maggiormente di essere danneggiata dal tipo di interazioni appena descritte. Vi è inoltre motivo di temere che vari altri paesi con un basso saggio di risparmio delle famiglie siano esposti a rischi analoghi, benché forse meno significativi. Ciò nonostante, esiste ancora la speranza che il rallentamento si propaghi ad altri paesi soltanto in forma molto attenuata. In Europa il centro appare

fondamentalmente solido, ma nella periferia le cose stanno diversamente. In Spagna e Irlanda sono già emersi con chiarezza problemi nel settore dell'edilizia, mentre alcuni paesi dell'Europa orientale accusano da qualche tempo ampi disavanzi di parte corrente. La loro dipendenza dalle banche dell'Europa occidentale, inoltre, costituisce un altro elemento significativo di vulnerabilità, qualora le circostanze costringessero tali banche a ridurre la propria attività. Quanto al Giappone, esso è esposto nella misura in cui intrattiene ancora forti legami commerciali con gli Stati Uniti, ma sembra aver evitato negli ultimi anni l'accumulo di debito del settore privato che oggi minaccia molti altri paesi.

Non è chiaro se e in che misura le economie emergenti possano isolarsi dagli sviluppi avversi "sganciandosi" dai paesi industriali avanzati. Da un lato, la loro domanda interna sembra effettivamente seguire una tendenza ascendente e le loro esportazioni sono dirette in misura crescente ad altre economie emergenti. Dall'altro, è degno di nota che gran parte degli investimenti interni e delle esportazioni di beni per l'assemblaggio finale in altri paesi emergenti continui a dipendere in ultima istanza dalla spesa nei paesi industriali avanzati. Per giunta, è probabile che in un contesto sempre più "globalizzato" si avvertano gli influssi dei mercati finanziari e gli effetti del clima generale di fiducia. Tali considerazioni implicano che le interconnessioni e le vulnerabilità osservate in occasione di rallentamenti ciclici precedenti non sono affatto scomparse.

L'aumento dell'inflazione a livello mondiale desta anch'esso gravi e contrastanti inquietudini. Fino a dove potrà arrivare? E quanto durerà? I prezzi delle materie prime sono stati un fattore fondamentale della recente accelerazione mondiale dell'inflazione, anche perché né la domanda né l'offerta di questi beni reagiscono rapidamente alle variazioni di prezzo; tuttavia, le pressioni di fondo esercitate dalla forte domanda mondiale sulla capacità di offerta a breve termine si stanno manifestando per una gamma assai più ampia di beni. Inoltre, mentre per alcuni la moderazione finora mostrata dai salari e dalle aspettative di inflazione è motivo di conforto, altri vi scorgono il potenziale di un forte incremento di entrambi. L'aumento dei prezzi ha già ridotto quasi ovunque i salari reali dei consumatori, addirittura al punto di provocare in varie economie emergenti disordini politici e sociali. A sua volta, ciò ha indotto numerosi governi a ricorrere a provvedimenti amministrativi per contenere i prezzi e limitare le esportazioni, provvedimenti da cui si deduce che le spinte inflazionistiche sottostanti sono di fatto più forti di quanto non appaiano. Evidentemente, un rallentamento economico mondiale contribuirebbe a ridurre le pressioni inflazionistiche complessive. Tuttavia, data l'inerzia delle dinamiche inflattive, è comunque possibile che si prospetti un prolungato periodo di elevata inflazione accompagnata da una più lenta crescita. Quest'ultima, inoltre, creerebbe un contesto propizio al diffondersi di pericolose spinte protezionistiche.

Oltre che da questi rischi globali per l'inflazione, le prospettive delle singole regioni in termini sia di crescita sia di inflazione saranno influenzate dalle oscillazioni dei tassi di cambio. Una fonte di preoccupazione riguarda ciò che potrebbe succedere nei mercati valutari stessi. Considerato il disavanzo

ancora elevato della bilancia corrente e i crescenti livelli del debito estero negli Stati Uniti, il valore effettivo del dollaro è calato finora in maniera notevolmente ordinata. Tuttavia, ciò non garantisce che continuerà a farlo in futuro. I detentori esteri di attività in dollari USA hanno subito forti perdite misurate in dollari, e perdite ancor maggiori se misurate nelle rispettive monete. Per quanto improbabile, e anzi assai inverosimile nel caso degli investitori del settore pubblico, non si può completamente escludere che all'improvviso essi decidano di battere in ritirata.

Infine, quali che siano le variazioni dei tassi di cambio, esse potrebbero comportare benefici ma anche costi significativi. Nei paesi con monete in deprezzamento, come gli Stati Uniti, la crescita dovrebbe essere favorita dagli effetti di sostituzione nell'interscambio. Gli Stati Uniti beneficerebbero inoltre di effetti di valutazione, poiché il loro debito è in gran parte denominato in dollari, mentre le loro attività sono misurate in valute estere in via di apprezzamento. Per contro, nei paesi con monete in apprezzamento è probabile che entrambi questi effetti influiscano negativamente sulla crescita.

Per quanto riguarda l'impatto dei tassi di cambio sull'inflazione, il calcolo dei costi e dei benefici diviene non solo più complesso ma anche, nel caso di alcuni paesi, più preoccupante. Ad esempio, qualora il dollaro e la sterlina continuassero a deprezzarsi su base effettiva, le pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti e nel Regno Unito dovrebbero aumentare. In questi paesi la "trasmissione" dei movimenti di cambio è stata relativamente debole negli ultimi anni, ma ciò si è accompagnato a un restringimento dei margini dei paesi esportatori e ha incentivato le imprese a preservare i margini mediante un incremento della produttività superiore a quello dei salari. Tuttavia, con il tempo entrambi questi processi diventano sempre più gravosi e aumenta di riflesso la probabilità di un esito inflazionistico. Al contrario, in gran parte dei paesi le cui monete potrebbero apprezzarsi, segnatamente in Asia e nell'Europa occidentale, l'inflazione è superiore a quanto desiderabile e le implicazioni disinflazionistiche di un apprezzamento nei confronti del dollaro sarebbero ovviamente le benvenute.

Sotto questo aspetto il Giappone continua a rappresentare un'eccezione significativa e preoccupante. Con un cambio effettivo prossimo al minimo trentennale, un ampio avanzo di conto corrente e massicce riserve valutarie, lo yen potrebbe apprezzarsi ancora. Se così fosse, in un contesto di debolezza dell'interscambio e perdurante fiacchezza della crescita, un ritorno della deflazione non sarebbe affatto da escludere. Benché oggi l'economia giapponese appaia meno esposta di molti altri paesi alle dannose interazioni sopra descritte, il margine di manovra delle politiche si è praticamente esaurito. Il paese ha un enorme debito pubblico e i tassi ufficiali sono vicini allo zero. Di fatto, questo è il persistente retaggio di un lungo periodo in cui il Giappone si è avvalso quasi esclusivamente di strumenti macroeconomici per fronteggiare le conseguenze della bolla scoppiata nei primi anni novanta.

La perdurante esposizione del Giappone a rischi al ribasso, unitamente a un decennio e più di crescita inferiore alla media, suggerisce due conclusioni di politica economica che nella situazione attuale potrebbero essere pertinenti anche per altri paesi. In primo luogo, se le autorità giapponesi avessero

contrastato il formarsi della bolla più precocemente e con maggior vigore, si sarebbero potuti evitare gli eccessi peggiori del boom. In secondo luogo, il fatto che esse non siano riuscite a ristrutturare il debito delle imprese e del settore finanziario in maniera tempestiva e ordinata ha accresciuto notevolmente i costi finali del successivo crollo.

Come affrontare rischi antitetici?

La causa fondamentale dei problemi che stanno emergendo oggi va ricercata in una prolungata crescita eccessiva e imprudente del credito. Questa ha sempre comportato il rischio di due esiti infausti, sebbene non sia mai stato chiaro quale dei due si sarebbe concretizzato prima. Uno era l'aumento dell'inflazione, man mano che l'economia mondiale si approssimava al suo potenziale produttivo a breve termine; l'altro era l'accumulo di squilibri connessi al debito nei settori finanziario e reale, che a un certo punto si sarebbero dimostrati insostenibili, causando un notevole rallentamento economico. In definitiva, l'economia mondiale sembra oggi interessata da entrambi questi fenomeni negativi simultaneamente, anche se il grado di esposizione a tali minacce comuni varia notevolmente da un paese all'altro.

Ciò costituisce una considerevole complicazione per le autorità. La scelta di non contrastare vigorosamente le pressioni inflazionistiche, oggi in rialzo pressoché ovunque, rischia di provocare un aumento delle aspettative di inflazione il cui contenimento potrebbe rivelarsi assai costoso. Ma la scelta di non contrastare vigorosamente i processi di interazione sopra descritti rischia di provocare una dinamica cumulativa discendente nell'economia, che potrebbe facilmente sfuggire al controllo. Tuttavia, questi rischi differiscono anche nella loro immediatezza, in quanto l'accelerazione dell'inflazione è già una realtà, mentre un sensibile indebolimento della crescita resta soltanto un'eventualità in molte parti del mondo. In generale, ciò dovrebbe far propendere le politiche a livello mondiale per un grado molto minore di condiscendenza.

Premessa questa "propensione" globale, l'esigenza di soppesare rischi antitetici comporta che le raccomandazioni per le politiche monetarie e di bilancio nei singoli paesi non possano essere formulate in modo indifferenziato. Ciascuna banca centrale deve valutare attentamente vari aspetti che hanno un peso relativo diverso a seconda dei paesi. Il primo in ordine di importanza è il vigore delle spinte inflazionistiche in atto, con il rischio che le aspettative di inflazione si attestino su livelli più alti. Il secondo è la probabilità che si verifichino in futuro altri shock per l'inflazione. Al riguardo, assumono particolare rilevanza le considerazioni concernenti i prezzi delle materie prime, i tassi di cambio e le ragioni di scambio. Il terzo aspetto che occorre valutare è la misura in cui variazioni potenzialmente ingenti dei prezzi delle attività e della ricchezza percepita possono incidere sulle prospettive economiche, specie in presenza di elevati livelli di indebitamento. Infine, le autorità devono formulare un giudizio sullo stato di salute del sistema finanziario e sulla probabilità che si verifichi una stretta creditizia.

Stante la necessità di operare una difficile valutazione riguardo a tutti questi aspetti, la dinamica dei tassi di interesse sembra destinata a differire da

un paese all'altro. L'aumento dell'inflazione rappresenta un'evidente minaccia ovunque, ma in gran parte dei mercati emergenti è già una realtà. Rispetto ad alcune importanti economie industriali avanzate, in questi mercati i generi alimentari hanno un'incidenza maggiore nel paniere dei consumi, la stabilità dei prezzi in alcune regioni non è altrettanto ben consolidata e i pericoli per la crescita derivanti da passati eccessi di bilancio e da un inasprimento degli standard creditizi sembrano generalmente meno evidenti. Naturalmente, se la politica monetaria dovesse essere inasprita in misura relativamente maggiore nelle economie emergenti, ne dovrebbe conseguire anche una maggiore disponibilità da parte di queste ultime a lasciare che i rispettivi tassi di cambio aumentino di conseguenza. Ciò è comunque auspicabile sia come mezzo di lotta all'inflazione sia al fine di ridurre gli squilibri commerciali internazionali. Poiché nell'ambito delle economie industriali avanzate considerazioni analoghe sembrano giustificare politiche più restrittive nell'Europa continentale (rispetto agli Stati Uniti, dove la minaccia di una recessione appare maggiore), l'aumento dei tassi di cambio nei mercati emergenti contribuirebbe inoltre ad alleviare le pressioni al rialzo sull'euro.

Ovviamente, la conduzione delle politiche dovrebbe essere orientata in linea di principio non soltanto alla risoluzione dei problemi correnti, ma altresì al più lungo periodo. Anche in questo caso, sono presenti rischi antitetici che potrebbero motivare approcci diversi. Da un lato, non è impossibile che la correzione della bolla creditizia, dopo un periodo transitorio di più alta inflazione, sfoci in una deflazione che potrebbe risultare assai difficile da gestire soprattutto alla luce degli alti livelli iniziali di indebitamento nominale. Considerazioni di questo tipo hanno indotto taluni, non da ultimo negli Stati Uniti, a perorare un allentamento monetario particolarmente vigoroso quale "assicurazione" contro tale esito a bassa probabilità e alto costo.

Tuttavia, altri osservatori, in particolare nell'Europa continentale, hanno espresso preoccupazioni diverse riguardo al futuro. Oltre a un rialzo dell'inflazione nel breve periodo, molti temono che una politica monetaria sensibilmente più accomodante non faccia che alimentare una nuova, insostenibile bolla del credito e dei prezzi delle attività – una parziale spiegazione forse degli attuali sviluppi sui mercati delle materie prime – e che gli squilibri della spesa e dell'interscambio tendano solo ad accentuarsi. I sostenitori di questa linea farebbero rilevare l'esperienza storica di ripetuti episodi di bolla, specie negli Stati Uniti, e come ogni volta sia stata apparentemente necessaria una risposta monetaria più vigorosa alle successive fasi di contrazione. Un altro timore strettamente collegato è che l'allentamento monetario possa infine cessare del tutto di stimolare la crescita reale e generare soltanto aumenti dei prezzi. In effetti, molti teorici dell'anteguerra mettevano in guardia proprio da una siffatta eventualità. Il grave pericolo che deriverebbe dal non riconoscere questo potenziale limite dell'allentamento monetario è che le autorità indugino troppo prima di ricorrere ad altre misure, le quali potrebbero rivelarsi più efficaci nell'attenuare un rallentamento economico cumulativo.

L'alternativa forse più ovvia sarebbe una politica di bilancio espansiva. Nei paesi industriali più avanzati le fasi recessive attivano un certo grado di stabilizzazione automatica, che peraltro è meno comune nelle economie

emergenti. Sembra inoltre un dato acquisito in politica che, di fronte alla prospettiva di una seria contrazione economica, si ricorra più attivamente a misure discrezionali di politica fiscale. In effetti, qualcosa di simile è già avvenuto negli Stati Uniti, dove i timori di una grave recessione agli inizi del 2008 sono serviti a giustificare un pacchetto di stimolo fiscale definito "tempestivo, mirato e temporaneo".

Non vanno tuttavia dimenticati taluni inconvenienti. Uno di questi è che uno stimolo fiscale preventivo, al pari dell'allentamento monetario, potrebbe favorire la revisione al rialzo delle aspettative inflazionistiche, data l'iniziale assenza di capacità eccedente. Un altro è che in molti paesi le passività esplicite e implicite del governo sono già talmente alte da far dubitare che siano pienamente onorati tutti gli impegni non contrattuali assunti. Un ulteriore stimolo fiscale potrebbe quindi portare a un aumento dei premi al rischio e a un conseguente possibile rialzo dei tassi di interesse. Inoltre, nei paesi che presentano livelli elevati di disavanzo o di debito potrebbero esservi gravi ripercussioni anche sul tasso di cambio. E, naturalmente, il margine di manovra fiscale risulterebbe ulteriormente ridotto, dato il timore che il denaro dei contribuenti finisca per essere utilizzato nella risoluzione dei problemi di sovraindebitamento del settore finanziario e delle famiglie.

Oggi soprattutto negli Stati Uniti, ma in avvenire anche in vari altri paesi, i debiti accumulati sono tali per cui il loro servizio non potrà essere assicurato alle condizioni originariamente pattuite. I mutui *subprime* USA sono un buon esempio al riguardo. In siffatte circostanze, i creditori e i debitori dovrebbero in linea di principio ristrutturare il debito in maniera ordinata così da preservare un certo valore residuo con vantaggio reciproco e limitare al tempo stesso il rischio di *moral hazard* per il futuro. È tuttavia possibile che i governi debbano intervenire in questo processo, anche perché le procedure esistenti di risoluzione e liquidazione e le connesse infrastrutture di supporto potrebbero dimostrarsi incapaci di garantire risoluzioni rapide ed efficaci della portata richiesta. Inoltre, i nuovi strumenti e operatori nei principali mercati finanziari mondiali rappresentano un ulteriore rilevante ostacolo alle soluzioni del settore privato. Non è infatti chiaro dove risiedano le perdite, né come debbano essere correntemente valutate, né quanto possano crescere considerato il perdurante calo dei prezzi delle attività sottostanti. E spesso non è neppure chiaro chi detenga la potestà giuridica per avviare i procedimenti di recupero del valore residuo presunto.

Un'ennesima complicazione è che, in netto contrasto con le ricorrenti crisi debitorie di Stati sovrani, vi sono oggi milioni di mutuatari in difficoltà, fra cui in particolare le famiglie statunitensi, oltre che una miriade di prestatori. Altrettanto inquietante è che, dato il diffuso impiego di strumenti per il trasferimento del rischio di credito, gli investitori non siano più accomunati dall'interesse di minimizzare le perdite evitando i fallimenti. In sintesi, una risoluzione ordinata a opera del settore privato non risulterà tanto facile. Forse, il ruolo più utile che i governi potrebbero svolgere al riguardo è quello di considerare come questo stato di cose possa essere migliorato rapidamente.

Laddove i governi avvertano la necessità di intervenire direttamente per alleviare gli oneri debitori, è essenziale che abbiano ben chiaro quanto segue:

se i prezzi delle attività sono irrealisticamente elevati, essi devono prima o poi calare; se i tassi di risparmio sono irrealisticamente bassi, devono salire; e se non è possibile onorarne il servizio, i debiti devono essere riconosciuti. Cercare di negare queste evidenze con l'impiego di espedienti e palliativi non farà che peggiorare le cose. Alla luce di tutto ciò, può essere opportuno enunciare alcuni principi basati sulla gestione di precedenti crisi in Giappone, Svezia e in altri paesi, pur nella consapevolezza che tradurre i principi in pratica pone di per sé una serie di difficili problemi.

Primo, in linea di principio l'intervento dei governi dovrebbe essere rapido e deciso, con il chiaro obiettivo di dissipare ogni incertezza circa le perdite future del settore privato; così avvenne in occasione della crisi bancaria svedese dei primi anni novanta, mentre in Giappone il governo attese troppo a lungo prima di agire in maniera decisiva. In pratica, tuttavia, occorrerà sempre tempo per determinare la gravità del problema da affrontare e decidere il da farsi. Secondo, in linea di principio le perdite dovrebbero ricadere in massima parte su coloro che le hanno originate: per primi i mutuatari e quindi chi ha fatto loro imprudentemente credito. In pratica, tuttavia, dovrebbero altresì essere prese seriamente in considerazione le possibili implicazioni dei diffusi fallimenti di famiglie (incluse le risultanti controversie legali). Terzo, qualora il settore pubblico decidesse di socializzare le perdite, dovrebbe farlo in modo esplicito e trasparente, senza accollare perdite potenziali ai bilanci delle banche centrali. In pratica, tuttavia, come mostra l'esperienza del Giappone nei primi anni novanta, un'inadeguata normativa in materia di assicurazione dei depositi potrebbe lasciare alla banca centrale ben poche alternative all'offerta di assistenza di emergenza alle istituzioni insolventi. Quarto, il *moral hazard* associato all'utilizzo di denaro pubblico andrebbe controbilanciato con l'introduzione di misure lungimiranti volte a prevenire l'insorgenza di problemi analoghi in futuro. Le connesse difficoltà di ordine pratico sono trattate nella sezione successiva.

Gran parte dei suggerimenti più specifici riguardo al coinvolgimento del settore pubblico mira ad attenuare la probabilità di una vera e propria stretta creditizia nei mercati finanziari internazionali. L'intento è quello di mitigare l'interazione potenzialmente forte fra l'incertezza sulla solvibilità dei mutuatari, principalmente famiglie, e quella sulla solvibilità dei prestatori. Di fatto, negli Stati Uniti sono già state prese iniziative per impiegare le agenzie governative e quasi governative a sostegno dei mercati ipotecari, e quindi indirettamente anche dei prezzi delle abitazioni, dei proprietari immobiliari e dei creditori. In vari paesi sono stati sollecitati acquisti diretti da parte del governo al fine di porre un limite inferiore al prezzo di vari strumenti finanziari. Naturalmente, ciò è in netto contrasto con l'esigenza che il mercato trovi il proprio livello di equilibrio per poter ricominciare a funzionare normalmente ed espone l'operatore pubblico a perdite future qualora i prezzi dovessero comunque continuare a diminuire. Un approccio alternativo al problema è incentrato non tanto sulle attività delle famiglie, quanto piuttosto sulle loro passività, e propone che queste siano oggetto di una qualche forma di riduzione forfetaria basata su principi stabiliti dai governi. Gli aspetti negativi sono ovviamente evidenti: l'eventuale onere diretto per il governo, il rischio di *moral hazard*

e il forte malcontento politico che deriverebbe dall'obbligare i mutuatari "prudenti" e i contribuenti a sovvenzionare gli "imprudenti".

In che modo i governi potrebbero contribuire ad attenuare le incertezze sulla solvibilità delle banche e, quindi, la minaccia di una stretta creditizia? Il primo passo sarebbe evidentemente quello di incoraggiare l'"autoaiuto". Tanto i dividendi quanto i bonus andrebbero decurtati al fine di accrescere il volano di capitale. Ci si dovrebbe altresì rivolgere al settore privato per ottenere ulteriori iniezioni di capitale mediante l'emissione di diritti di opzione o l'appello a investitori esterni. Questo processo sarebbe senz'altro facilitato da una maggiore chiarezza sul fabbisogno di capitale proprio alla luce delle perdite prospettiche, nonché dell'eventuale dilatazione involontaria dei bilanci. Il problema, tuttavia, è che risulta difficile attribuire un prezzo a molti prodotti strutturati, poiché di fatto per essi non esiste più un mercato e la valutazione mediante modelli comporta numerosi svantaggi. La proposta che le banche concordino un "paradigma" comune di valutazione, prendendo atto di tali carenze, ha nondimeno notevoli meriti.

Naturalmente, una simile valutazione potrebbe anche portare alla scomoda constatazione che le perdite sono assai ingenti, un'eventualità alla quale le autorità dovrebbero prepararsi in anticipo. Nel caso in cui le autorità di regolamentazione fossero in grado di stabilire che le perdite stimate al "fair value" sono ben maggiori di quelle che verranno probabilmente realizzate in futuro, la loro risposta potrebbe essere quella di acconsentire temporaneamente a un certo grado di tolleranza prudenziale. Laddove invece, cosa forse più probabile, le autorità non si sentano in grado di pronunciarsi in tal senso, il governo non dovrebbe esitare a intervenire in modo diretto secondo i principi sopra enunciati. Fusioni, acquisizioni, la creazione di banche "spazzatura" (*bad bank*) per dare collocazione agli impieghi di qualità peggiore, ricapitalizzazioni con fondi pubblici e persino la nazionalizzazione degli istituti in difficoltà sono tutte opzioni che andrebbero contemplate a seconda delle circostanze.

Nei casi in cui l'intervento diretto del settore pubblico appaia necessario, le opzioni percorribili dipenderanno nei fatti da due importanti elementi: il quadro giuridico nazionale e l'eventuale esigenza di coinvolgere autorità estere. In tali circostanze è probabile che ben presto ci si renda conto di non aver fatto abbastanza per prepararsi a una possibile crisi finanziaria di qualche tipo. Qualora le autorità debbano comunque mettere mano alla situazione, l'esperienza acquisita servirà almeno a fornire indicazioni su cosa si sarebbe potuto fare meglio in fase di preparazione.

Come migliorare la prevenzione e la gestione delle crisi

Da tempo immemorabile si verificano crisi finanziarie con costi economici significativi e non è realisticamente pensabile che possano essere eliminate del tutto. Ciò nonostante, è possibile prendere misure preventive sia per mitigare gli eccessi nella fase ascendente del ciclo del credito, sia per ridurre ulteriormente i costi nella fase discendente mediante una migliore gestione delle crisi. Ora che si stanno facendo sempre più palesi i costi dell'attuale svolta nel ciclo creditizio, dovrebbe esservi una corrispondente volontà

politica di procedere in questa direzione. Inoltre, un impegno in tal senso contribuirebbe ad attenuare il rischio di *moral hazard* che potrebbe derivare da un coinvolgimento diretto, sia effettivo sia potenziale, dello Stato in risposta alle presenti difficoltà.

Come rilevato nell'Introduzione, le origini delle attuali turbolenze sono diverse e al tempo stesso analoghe a quelle di crisi precedenti. Vari gruppi di studio hanno già individuato gli elementi di diversità oggi presenti nei mercati finanziari, formulando numerose proposte sensate di cambiamento per ridurre i rischi che tali elementi chiaramente comportano. In modo altrettanto sensato, le proposte cercano nel contempo di preservare ove possibile i vantaggi che questi nuovi sviluppi presentano. Non da ultimo, occorre trovare soluzioni affinché i benefici teorici offerti dal modello *originate-to-distribute* si traducano in realtà.

Minore attenzione è stata invece prestata ai potenziali rimedi per quegli aspetti delle turbolenze attuali che presentano analogie con situazioni precedenti: l'intrinseca prociclicità del sistema finanziario e l'eccessiva espansione del credito. Questa mancanza di attenzione desta sorpresa per due motivi. In primo luogo, se si riconosce che il problema di fondo è la crescita eccessiva del credito si possono spiegare meglio – e con rimarchevole parsimonia – non soltanto le odierne turbolenze finanziarie, ma anche gli squilibri nell'economia reale e l'aumento dell'inflazione. In secondo luogo, è senz'altro possibile che la rapida espansione creditizia tenda sempre più a produrre pericolosi effetti collaterali. La tendenza alla globalizzazione e al consolidamento, così come la cartolarizzazione, accrescono non soltanto la probabilità di eccessi nelle fasi ascendenti, ma verosimilmente anche i costi nelle fasi discendenti del ciclo.

Alla luce di tutto ciò, quel che appare necessario è un nuovo assetto di stabilità macrofinanziaria per contrastare attivamente l'intrinseca prociclicità del sistema finanziario. Ricorrendo a strumenti regolamentari macroprudenziali oltre che all'inasprimento monetario per moderare la fase espansiva sarebbe possibile evitarne gli eccessi peggiori. In effetti, la prospettiva stessa di una resistenza da parte del settore ufficiale potrebbe temperare il comportamento del settore privato. Si pensi, ad esempio, a come la nuova enfasi posta dalle banche centrali sull'inflazione sembri aver influito sul processo di formazione delle aspettative inflazionistiche. Meno eccessi nella fase espansiva potrebbero significare meno danni cui dover rimediare in seguito, nonché maggiori margini per allentare le politiche, le quali sarebbero state inasprite in modo più sistematico in precedenza.

La prima caratteristica saliente di un tale assetto sarebbe la priorità attribuita alle questioni di ordine sistemico. L'attenzione si concentrerebbe sui pericoli derivanti dall'analogia esposizione di molte istituzioni a shock comuni, come ad esempio una svolta nel ciclo dei prezzi degli immobili. A ciò si aggiungerebbe il riconoscimento che le interazioni endogene fra istituzioni, fra mercati, nonché fra istituzioni e mercati, potrebbero condurre a esiti altamente non lineari. Senza per questo trascurare lo stato di salute delle singole istituzioni, un tale approccio permetterebbe certamente di rafforzare la sorveglianza sulle società di maggiori dimensioni o che intrattengono relazioni complesse con altre parti del sistema.

La seconda caratteristica sarebbe un impiego molto più “simmetrico” o anticiclico degli strumenti di politica economica. Questi sarebbero utilizzati in senso restrittivo nella fase ascendente del ciclo del credito e in senso espansivo in quella discendente. Al riguardo, il nuovo assetto non farebbe che rispecchiare quello che è ormai un principio consolidato della politica di bilancio, ossia che bisognerebbe approfittare della buona congiuntura per prepararsi a tempi meno propizi. Attualmente, durante le fasi ascendenti né gli strumenti monetari né quelli regolamentari rispondono in genere sistematicamente all’emergere di squilibri analoghi a quelli sopra descritti. Gli strumenti regolamentari, inoltre, vengono comunemente utilizzati in senso restrittivo solo quando la situazione volge al peggio, con il rischio di aggravare la fase discendente.

Volendo essere più specifici, la politica monetaria potrebbe essere inasprita anche con un’inflazione prevista sotto controllo qualora si venisse a creare una combinazione sufficientemente pericolosa fra una rapida espansione del credito, crescenti prezzi delle attività e profili distorti di spesa o produzione. Ponendo l’accento su un insieme di indicatori sistemici, questa proposta si differenzia alquanto dalla semplice gestione dei prezzi delle attività. Gli strumenti macroprudenziali verrebbero manovrati in direzione analoga, sia su base discrezionale sia secondo criteri improntati a determinate regole, al fine di assicurare che gli spread di rischio, gli accantonamenti per perdite su crediti e i requisiti patrimoniali contribuiscano tutti a ridurre l’ampiezza del ciclo del credito. Sul piano tecnico si presenterebbe la difficoltà di assicurare che i requisiti regolamentari riflettano l’operatività delle singole istituzioni e rispondano al tempo stesso agli andamenti a livello di sistema. Fortunatamente, la flessibilità accordata dai vari pilastri del Basilea 2 facilita la ricerca di una soluzione.

La terza caratteristica del nuovo assetto sarebbe una cooperazione ancora più intensa fra le comunità di banche centrali e di autorità di regolamentazione per individuare l’accumularsi di rischi sistemici e decidere cosa fare per attenuarli. Quel che occorre è un modo per integrare meglio le conoscenze specifiche di ciascuna comunità e i rispettivi punti di forza analitici. A livello pratico, sarebbero inoltre di grande utilità una definizione più chiara delle singole responsabilità dei vari organismi e accordi formali che consentano di prendere tempestivamente le decisioni necessarie per promuovere all’occorrenza la stabilità sistemica.

Vi sono molti impedimenti pratici che ostacolano la realizzazione di un assetto macrofinanziario. Il primo è che non tutti condividono l’ipotesi secondo cui la radice del problema risiede nell’eccessiva espansione del credito, né credono che potrebbe rivelarsi difficile rimettere ordine dopo siffatti periodi di eccessi. Pur sperando che non si giunga a tanto, se i costi delle attuali turbolenze dovessero aumentare ancora e le misure di politica economica rivelarsi sostanzialmente inefficaci, sarà più probabile che queste convinzioni vengano riconsiderate. Un secondo problema di ordine pratico consiste nel riconoscere quando esattamente diventi necessario porre un freno alla fase espansiva. Infine, vi è la difficoltà di trovare la determinazione ad agire nel momento giusto, interrompendo la corsa sul più bello. Questi problemi

esistono, ma non dovrebbero essere insormontabili, e sono nulla al confronto delle difficoltà che si presenterebbero qualora a un boom incontrastato seguisse una fase di drastica contrazione.

Un assetto concepito per ridurre l'ampiezza dei cicli alimentati dal credito non riuscirà a eliminarli del tutto. Vi saranno sempre periodi di turbolenza e di vera e propria crisi da affrontare e gestire, eventi ai quali occorrerebbe prepararsi anticipatamente introducendo un insieme coerente di misure che formino una "rete di sicurezza". L'adeguatezza dei sistemi di assicurazione dei depositi andrebbe esaminata, affrontando eventuali carenze. Dovrebbero essere create banche "pronte per l'uso" che continuino a svolgere le funzioni essenziali degli istituti falliti. Andrebbero introdotte norme che conferiscano alle autorità i poteri di cui necessitano per far fronte alle difficoltà che man mano si presentano. Occorrerebbe inoltre concordare protocolli d'intesa a livello sia nazionale sia internazionale. Infine, gli esercizi di simulazione andrebbero condotti da coloro che si troveranno effettivamente nella situazione di dover gestire le crisi in tempo reale. Non si può negare che in tutte le iniziative di questo tipo sia insito un elemento di *moral hazard*. Ma se la storia è di qualche insegnamento, la mancata realizzazione di tali iniziative renderebbe necessario il ricorso a misure ancor più costose e pericolose durante le crisi stesse. Alle imprese e alle banche viene richiesto di predisporre piani di continuità operativa per prepararsi in vista di eventuali difficoltà. Altrettanto dovremmo certamente attenderci dai responsabili delle politiche.

