

I. Introduzione: vecchi problemi in una nuova era?

Un decennio di sviluppi economici tumultuosi si è concluso con un anno ricco di sorprese, per la maggior parte gradite. L'inflazione si è mantenuta a livelli molto bassi nella maggioranza dei paesi industriali ed emergenti, la crescita economica è rimasta sostenuta negli Stati Uniti, ha preso slancio in Europa e si è rimessa in moto nella seconda parte dell'anno in America latina. Il recupero di diversi paesi dell'Est asiatico colpiti dalla crisi è stato a dir poco rimarchevole; le economie di Cina e India hanno continuato a espandersi a ritmi elevati. Persino in Giappone alcuni segnali sembrano indicare che il peggio potrebbe essere ormai passato. Sui mercati finanziari i corsi delle azioni hanno toccato nuovi massimi, generalmente trainati da società del settore tecnologico. Le emissioni di obbligazioni societarie hanno raggiunto a loro volta livelli record, con un'espansione particolarmente rapida nel comparto dei titoli denominati nella moneta unica europea, introdotta di recente (e senza scosse). Dalla maggioranza degli osservatori tutti questi eventi sono stati giudicati di buon auspicio per l'esordio del nuovo millennio, e anche l'assenza di seri problemi informatici al momento della transizione è stata interpretata come un fausto presagio.

Ha contribuito considerevolmente al diffuso clima di ottimismo il riconoscimento che nell'ultimo decennio si erano instaurate diverse tendenze desiderabili. Le innovazioni tecnologiche sono state stupefacenti e sembrano aver avuto crescente influsso sui livelli di produttività negli Stati Uniti. Inoltre, posto che vi fosse un'adeguata flessibilità dei mercati del lavoro, dei capitali e dei beni, non vi era evidente ragione per cui queste tecnologie trasferibili non potessero dare buoni frutti altrove. Proprio questo ragionamento può aver generato l'infatuazione per le azioni della "nuova era" su scala mondiale. Oltre a ciò, è proseguito a ritmo sostenuto il processo di deregolamentazione e privatizzazione, il che promette non solo una più efficiente allocazione delle risorse (per il tramite dei mercati finanziari), ma anche nuovi modi per disciplinare governi irresponsabili. Per questa o altre ragioni, l'impegno a perseguire politiche monetarie e fiscali rigorose è stato assai diffuso nei paesi sia industriali che emergenti. Infine, è stato riconosciuto in misura crescente che il buon funzionamento dei mercati richiede un'estesa infrastruttura di sistemi normativi, istituzionali e di governo societario.

Paradossalmente, come più volte la storia ha dimostrato, anche un ottimismo ben fondato ha la perniciosa tendenza a tramutarsi in eccesso. La probabilità che ciò avvenga pare essere aumentata nel periodo in esame. La sottovalutazione pressoché generalizzata della forza della crescita economica nei paesi anglofoni (Capitolo II) e del recupero nell'Est asiatico (Capitolo III) fa ritenere che le cause di fondo di questa buona performance non siano ancora del tutto comprese. Tuttavia, una constatazione sconcertante è che tra le varie

forze economiche e finanziarie in atto sembra esservi stata un'insolita concatenazione. Ad esempio, negli Stati Uniti l'ascesa dei corsi azionari (specie nel settore tecnologico) ha accresciuto la ricchezza delle famiglie e facilitato il finanziamento delle imprese, contribuendo ad alimentare la spesa rispettivamente in consumi e in investimenti. Il conseguente aumento della domanda e dell'intensità di capitale ha innalzato la produttività misurata, il che ha accresciuto l'ottimismo a riguardo dei profitti futuri, fornito ulteriore impulso alle quotazioni azionarie, e così via. Senza dubbio, simili processi che si rafforzano reciprocamente possono accentuare le fluttuazioni sia dei mercati finanziari che dell'economia reale, specie se vengono amplificati dai movimenti dei tassi di cambio.

Un'altra ragione per temperare l'ottimismo è che non sono stati compiuti sostanziali passi avanti nel ridurre molti degli squilibri e delle deficienze strutturali che avevano caratterizzato l'economia mondiale negli anni precedenti. Anzi, per taluni aspetti essi si sono aggravati. Primo fra questi squilibri è il divario senza precedenti tra il massimo e il minimo assoluto toccato dal saggio di risparmio privato rispettivamente in Giappone e negli Stati Uniti. Sebbene le dinamiche relative delle posizioni di bilancio abbiano attenuato l'impatto di questi due valori estremi – ma a costo di un forte deterioramento della finanza pubblica in Giappone – sono rimasti ampi squilibri esterni, con il rischio di conseguenze sui tassi di cambio. Per quanto concerne la riduzione degli ostacoli strutturali a una crescita sostenuta, sia in Giappone che nell'Europa continentale sono stati compiuti ulteriori progressi, benché la rigidità dei mercati dei beni e del lavoro continui a rappresentare un problema. In tutte queste regioni, ma forse in modo particolare nell'Est asiatico, si è temuto che il sostegno politico alle iniziative di ristrutturazione potesse scemare a causa del vigore della ripresa economica. Anche in questo caso, sebbene in modo diverso, l'ottimismo a breve termine ha avuto la tendenza a compromettere le basi stesse di un ottimismo di più lungo periodo.

Pur riconoscendo la situazione di incertezza, gli operatori finanziari e le autorità monetarie dei paesi industriali sono pervenuti alla conclusione che i tassi d'interesse dovevano essere più alti. I rendimenti a lungo termine sui titoli di Stato hanno continuato ad aumentare per tutto il 1999, anche se i corsi sono poi temporaneamente saliti, e i tassi ufficiali sono stati parimenti innalzati da molte banche centrali, secondo le quali era necessario intervenire per fronteggiare il rischio di un rialzo dell'inflazione. Nondimeno, al momento di andare in stampa il rialzo dei tassi non aveva provocato né un chiaro rallentamento della crescita economica, né una brusca svolta nei principali mercati finanziari. In particolare, seppure la volatilità dei prezzi azionari sia aumentata notevolmente e i titoli tecnologici abbiano registrato un sensibile calo, il mercato azionario non ha subito perdite generalizzate.

Inflazione, tassi d'interesse e livelli di debito

In siffatte circostanze, era difficile immaginarsi che solo un anno prima alcuni osservatori avevano paventato il pericolo di una recessione e deflazione a livello mondiale. L'evidenziarsi di una crescita economica più forte del previsto

nella quasi generalità dei paesi ha giustamente spostato l'attenzione sia dei mercati sia delle autorità sulle pressioni inflazionistiche. Purtuttavia, il fatto che tali pressioni siano rimaste relativamente moderate comprova il potente influsso di forze disinflazionistiche di fondo quali la trasformazione tecnologica, la deregolamentazione, l'eccesso di capacità e il rigore finanziario in molti paesi. Inoltre, la possibilità di un'interazione tra più alti tassi d'interesse, accresciuti livelli di debito e squilibri in aumento ha accentuato i timori che a un certo punto potessero derivarne conseguenze imprevedibili e forse disinflazionistiche.

Negli Stati Uniti è proseguita lo scorso anno la sostenuta, ininterrotta e non inflazionistica espansione economica, sorretta da componenti sia dell'offerta che della domanda. Dal lato dell'offerta, l'inattesa moderazione salariale e la maggiore intensità di capitale hanno ridotto di fatto i costi unitari del lavoro, allorché il tasso di disoccupazione è sceso al disotto dei livelli che storicamente avrebbero innescato l'inflazione. Dal lato della domanda, i consumi delle famiglie sono saliti fortemente, incentivati dai più alti corsi azionari, dalle maggiori opportunità di impiego e dalla crescente fiducia in una "nuova economia" basata sulla tecnologia avanzata. Anche gli investimenti hanno registrato una rilevante crescita, di cui ha nuovamente beneficiato in particolare il settore "high-tech". Molti di questi sviluppi sono stati inoltre condivisi dagli altri maggiori paesi anglofoni, con l'importante differenza che la crescita della produttività misurata è stata generalmente meno pronunciata.

La decisione della Riserva federale USA, a metà dello scorso anno, di cominciare a innalzare cautamente i tassi ufficiali (Capitolo IV) ha rispecchiato il timore che la domanda potesse continuare a sopravanzare l'offerta, anche assumendo l'avvento di una "nuova economia". L'accelerazione della spesa pubblica, in risposta a considerazioni preelettorali e alla previsione di cospicui saldi attivi, può aver fornito ulteriori motivazioni a favore di un inasprimento. Ha parimenti destato preoccupazione il netto rincaro dei prezzi del petrolio dopo una lunga fase discendente, anche se il ruolo del greggio nei paesi industriali è alquanto diminuito. Nella primavera del 1999 questi timori erano aggravati da più manifeste spinte al rialzo sia sui prezzi che sui costi del lavoro. Anche i bilanci delle famiglie e delle imprese negli Stati Uniti indicavano la necessità di una certa moderazione nei comportamenti del settore privato. Nel corso dell'anno il saggio di risparmio delle famiglie è nuovamente calato, e a ciò si è accompagnata un'ulteriore crescita dell'indebitamento. I finanziamenti marginali per l'acquisto di azioni sono aumentati notevolmente, pur restando a livelli bassi, e anche altre forme di indebitamento delle famiglie hanno continuato ad aumentare a ritmo rapido. Tale propensione può essere stata senz'altro incentivata dai persistenti alti corsi azionari, tenuto conto che oltre il 50% delle famiglie USA possiede ora azioni. Anche il debito delle imprese è salito rapidamente, per effetto della forte espansione degli investimenti e di ulteriori riacquisti di azioni proprie.

In forte contrasto si pone il Giappone, dove il risparmio netto del settore privato ha raggiunto un massimo storico. Poiché il connesso effetto deprimente sulla domanda è stato compensato solo in parte da un aumento del risparmio negativo dello Stato, la crescita complessiva dell'economia giapponese è risultata alquanto modesta, e a stento è stata evitata la deflazione. Ha contribuito a tale evoluzione l'atteggiamento di cautela sia delle imprese che delle famiglie.

L'eccesso di capacità ereditato dagli anni ottanta ha continuato a gravare sulle imprese, i cui investimenti sono calati ulteriormente nonostante l'accresciuta spesa nel comparto ad alta tecnologia. Con la ripresa dei profitti, seguita alle ristrutturazioni interne, è stata data priorità al rimborso del debito.

Relativamente al risparmio delle famiglie, la tendenza ascendente iniziata nel 1997 è proseguita dopo una leggera flessione nella prima parte del 1999. Una serie di fattori è all'origine del clima di apprensione delle famiglie. Le ristrutturazioni societarie hanno suscitato timori per l'occupazione e minato la fiducia. Forse un aspetto di rilevanza nel più lungo periodo è il crescente debito dello Stato che, unitamente al rapido invecchiamento della popolazione, desta preoccupazioni a riguardo della futura pressione fiscale e della sostenibilità dei sistemi previdenziali. La Banca del Giappone si è impegnata a mantenere la politica del tasso d'interesse zero finché non si fosse avviata una ripresa in grado di autosostenersi, e tale impegno è servito a rafforzare la fiducia e a mantenere bassi i rendimenti obbligazionari. Nondimeno, un paventato declassamento da parte di Moody's, la liberalizzazione in atto nel sistema finanziario giapponese, che offrirà ai risparmiatori nuove opportunità, e i persistenti disavanzi pubblici hanno fatto temere che i rendimenti obbligazionari potessero salire prima ancora che si fosse messa in moto una robusta crescita.

Il divergente andamento del risparmio nelle economie statunitense e giapponese trova contropartita nel disavanzo record del saldo corrente USA e nella persistente, ampia eccedenza di quello del Giappone. In effetti, il disavanzo USA ha assunto dimensioni senza precedenti in rapporto al PIL. Per contro, l'area dell'euro nel suo insieme ha mantenuto un modesto saldo attivo corrente, anche se in calo, in linea con la sua posizione ciclica intermedia. Per gran parte del periodo i principali tassi di cambio paiono essere stati influenzati più da fattori congiunturali che da considerazioni inerenti ai saldi esterni. Pertanto, un euro in deprezzamento e un dollaro ancora forte hanno potuto convogliare ulteriormente le pressioni di domanda verso paesi con un eccesso di capacità relativamente maggiore.

Tuttavia, a partire dalla seconda metà del 1999 l'inattesa debolezza dell'euro (nonostante un'accelerazione della crescita in Europa) e il fortissimo apprezzamento dello yen (nonostante la recessione tecnica in Giappone) implicavano l'agire di altri fattori (Capitolo V). Nel primo caso, gli osservatori hanno chiamato in causa la presunta lentezza delle riforme strutturali in Europa e i commenti apparentemente contraddittori dei responsabili delle politiche. Quanto al secondo, è stato argomentato che l'eccedenza esterna cominciava infine a esercitare i suoi effetti e che le riforme strutturali avrebbero stimolato i profitti. Un fatto incontrovertibile è l'ingente deflusso di capitali a più lungo termine dall'Europa agli Stati Uniti e al Giappone, soprattutto verso settori tecnologici con allettanti prospettive di rendimento. In un certo senso, l'introduzione dell'euro potrebbe aver avuto fin troppo successo. La maggiore dimensione e liquidità del mercato, insieme a tassi d'interesse relativamente bassi, ha incoraggiato l'emissione di obbligazioni in euro, i cui proventi potevano essere convertiti per finanziare investimenti in altri segmenti.

Quale che sia la causa del mutamento nel rapporto di cambio yen/euro, né le autorità del Giappone né quelle dell'area dell'euro lo hanno giudicato

incondizionatamente benefico. Consapevole della perdurante fragilità dell'economia giapponese e dell'impossibilità di abbassare ulteriormente i tassi ufficiali, la Banca del Giappone è intervenuta a più riprese per rallentare l'ascesa dello yen. La Banca centrale europea, data la priorità annessa alla stabilità dei prezzi interni, ha considerato con preoccupazione gli effetti inflazionistici del deprezzamento dell'euro in un momento in cui anche i prezzi delle materie prime stavano aumentando e le richieste salariali in alcuni paesi apparivano eccessive. Di conseguenza, la BCE ha innalzato una prima volta i tassi guida verso la fine del 1999, e questa politica di inasprimento è stata mantenuta in seguito.

L'andamento al rialzo dei rendimenti obbligazionari nei paesi industriali (Capitolo VI) non ha avuto effetti immediati sulla maggior parte delle economie emergenti. Gli afflussi di capitali esteri sono proseguiti a un ritmo pressoché analogo a quello del 1998 (ossia ancora ben inferiore ai livelli precrisi), con gli investimenti diretti esteri quale principale veicolo, mentre sono ulteriormente diminuiti i prestiti bancari. Se il vigore della ripresa di molte economie asiatiche è giunto inaspettato, la sua dinamica è stata piuttosto tradizionale, in quanto basata anzitutto su politiche macroeconomiche espansive, maggiori esportazioni e variazioni delle scorte. Nella fattispecie, il forte apprezzamento dello yen ha agito a favore di questi paesi, così come gli ulteriori, ingenti acquisti di prodotti della tecnologia informatica da parte sia del Giappone che degli Stati Uniti. Il fatto che la maggioranza delle economie asiatiche si stesse espandendo rapidamente, pur registrando ancora ampie eccedenze dei conti correnti, ha sostenuto i tassi di cambio della regione, consentendo alle banche centrali di mantenere bassi tassi d'interesse. Nella maggior parte dei paesi l'inflazione è rimasta moderata, e ciò ha costituito un ulteriore fattore positivo.

Ancor più sorprendente è il fatto che i più alti tassi d'interesse nei paesi industriali abbiano avuto un impatto così modesto in America latina e nell'Europa orientale. Molti paesi di queste regioni presentavano elevati livelli di debito esterno e ampi disavanzi di parte corrente, che si erano protratti durante la precedente grave recessione. Purtuttavia, le pressioni al ribasso subite da molte valute non sono state forti, né sufficienti a ostacolare una continua leggera accelerazione della crescita. Analogamente all'Africa e al Medio Oriente, molti paesi in America latina hanno beneficiato del rialzo dei prezzi delle materie prime, anche se con effetti alquanto variati, dato il diverso movimento dei corsi del petrolio, dei metalli e di altri prodotti. Un fattore che sembra avere particolarmente contribuito a sostenere la fiducia è l'enfasi data alla restrizione di bilancio anche in pieno contesto recessivo. I mercati hanno interpretato ciò come un cambiamento di regime che, in aggiunta alle privatizzazioni e ad altre riforme strutturali, avrebbe creato basi solide per una crescita duratura. Solo con il tempo si saprà se queste valutazioni ottimistiche erano corrette.

Realizzazioni sul piano delle strutture e dell'architettura

Le politiche macroeconomiche e gli sviluppi indotti dalla domanda operano in un contesto comprendente il lato dell'offerta dell'economia, la sua struttura finanziaria e il complesso di accordi e convenzioni internazionali che definiscono l'"architettura finanziaria internazionale". Mentre i cambiamenti in tali ambiti

tendono a non essere sensazionali, ma piuttosto evolutivi, è lì che vanno gettate le fondamenta di una prosperità durevole.

In tutto il mondo sono state attuate significative riforme dal lato dell'offerta, sullo sfondo dell'evidente spostamento verso l'alto nel trend della produttività degli Stati Uniti. Questo ha causato un numero elevato di perdite involontarie del posto di lavoro, e ciò nonostante il tasso di disoccupazione ha continuato a calare. Ispirandosi all'esempio statunitense, molti altri paesi hanno cominciato ad adottare le pratiche più flessibili che caratterizzano il mercato del lavoro e dei beni negli Stati Uniti. Per quanto concerne il primo mercato, in Europa sono stati compiuti taluni progressi verso l'adozione di un modello di contrattazione salariale a livello di impresa, e secondo alcune indicazioni preliminari il tasso naturale di disoccupazione starebbe parimenti abbassandosi. In Francia l'introduzione della settimana lavorativa di 35 ore era stata giustamente interpretata come un passo indietro, ma notevoli sforzi sono stati compiuti in seguito al fine di utilizzarla come mezzo per riformare pratiche lavorative obsolete. In Giappone la politica del posto di lavoro a vita nelle grandi aziende ha mostrato segni di cedimento, per effetto dei tagli aziendali che hanno agito sulle generazioni più anziane e dei cambiamenti culturali che hanno interessato le classi giovani.

Considerando le innovazioni strutturali nei mercati dei beni, sia in Europa che in diversi paesi emergenti sono state privatizzate numerose aziende di servizi pubblici e società di telecomunicazione, consentendo in molti casi di abbassare drasticamente i prezzi dei servizi. Nonostante l'entusiasmo dei mercati finanziari, i progressi in Giappone sono stati meno evidenti, anche se è proseguita la graduale razionalizzazione del sistema di distribuzione, che ha esercitato anch'essa pressioni al ribasso sui prezzi. Vi sono state inoltre crescenti indicazioni di un allentamento dei legami "keiretsu" e di una maggiore accettazione dei rapporti con aziende estere. In Corea la ristrutturazione societaria sembra essere ben avviata, grazie al forte sostegno del governo. Anche se molte "chaebol" hanno dato priorità ai profitti rispetto alla crescita dimensionale, non ha trovato finora ampia conferma l'impegno a dismettere l'attività non fondamentale. Infine, vi è stato un notevole aumento di interesse in Europa e in molti paesi emergenti per l'uso commerciale della tecnologia Internet. Data la sopravvivenza di prassi non competitive in molti paesi, tale sviluppo potrebbe tradursi in riduzioni dei costi persino maggiori che negli Stati Uniti.

La trasformazione strutturale si è accelerata anche nel settore finanziario, dove il credito fornito dai mercati ha continuato a guadagnare terreno nei confronti della tradizionale intermediazione bancaria. Le emissioni internazionali di obbligazioni e notes hanno registrato un forte aumento, così come le negoziazioni cross-border di azioni, mentre il credito bancario internazionale è ulteriormente diminuito sulla scia delle crisi recenti. Le pressioni competitive si sono intensificate ovunque, e al tempo stesso ha assunto maggiore rilevanza la tutela degli interessi degli azionisti. In questo contesto fattosi più agguerrito spiccano due importanti tendenze. In primo luogo, in tutte le parti del mondo si è fortemente accelerata l'attività di fusione e acquisizione tra società finanziarie. Mentre nella maggior parte dei paesi industriali questa ha avuto una

dimensione per lo più nazionale, è notevolmente aumentata la penetrazione nei mercati emergenti delle società finanziarie dei paesi industriali. In secondo luogo, nel contesto di un'ulteriore espansione delle risorse controllate dal settore della gestione professionale di patrimoni pare esservi stato uno spostamento a favore dei fondi di investimento che si erano specializzati con successo in strategie dinamiche.

Un evento strutturale straordinario agli inizi del 1999 è stata la riuscita introduzione dell'euro in sostituzione delle sue valute costituenti (Capitolo VII). Quasi immediatamente, i mercati monetari e interbancari nell'area dell'euro hanno cominciato a funzionare su base totalmente integrata, e il volume delle emissioni di titoli societari in euro è stato di molte volte superiore a quello delle emissioni nelle valute preesistenti. Hanno beneficiato di questo andamento soprattutto i crediti a più basso rating, così come il mercato dei titoli garantiti da ipoteche. In parziale controtendenza, i mercati azionari e dei titoli di debito pubblico non sono riusciti a integrarsi. Sebbene ciò sia in parte dovuto alla mancata realizzazione, finora, di un'infrastruttura comune di negoziazione e compensazione, le convenzioni nazionali hanno continuato a rappresentare un significativo ostacolo a una piena unificazione. In questo nuovo scenario, le banche sono state esposte ad accentuate pressioni competitive derivanti dai mercati, dalle loro omologhe e da tutta una serie di concorrenti esteri o basati su Internet. Pertanto, molte banche hanno riconsiderato le loro strategie di crescita, pianificando al tempo stesso razionalizzazioni interne e operazioni di consolidamento esterno.

In molti paesi le precedenti crisi finanziarie avevano comportato la necessità di procedere a ulteriori ristrutturazioni bancarie. Di conseguenza, lo scorso anno in molti paesi latino-americani, ma specie in Brasile, il settore bancario appariva sensibilmente rafforzato. Un'evidente eccezione, malgrado il significativo aumento della penetrazione estera, è rappresentata dal Messico, dove carenze sul piano legale e giudiziario hanno continuato a limitare il diritto dei creditori di rivalersi sulle garanzie collaterali. In Asia i progressi sono stati notevoli in alcuni paesi, specie in Corea e Malaysia, ma lenti in altri. In certa misura, ciò va attribuito alla necessità di affrontare la ristrutturazione societaria contestualmente a quella del settore bancario, il che ha reso il compito molto più complesso. Per quanto concerne la ristrutturazione delle banche in Cina, è per ora difficile valutare gli sviluppi recenti. In Giappone la virtuale scomparsa del premio richiesto alle banche sta a indicare la fiducia degli operatori nella solvibilità di fondo del sistema, grazie alle continue fusioni e agli apporti di capitale del governo. L'espansione del credito, tuttavia, non ha ripreso slancio.

Di fronte al susseguirsi delle crisi finanziarie internazionali dal 1994, le autorità del settore pubblico nei paesi sia industriali che emergenti hanno rivolto crescente attenzione alle misure per prevenire le crisi, per migliorare la loro gestione e infine per risolverle. Nonostante i significativi progressi compiuti in taluni ambiti, molti partecipanti a questo processo hanno fatto altresì notare la proliferazione di gruppi di lavoro e l'evidente mancanza di coesione tra di loro. A giudicare dai risultati delle sue prime tre riunioni, il Forum per la stabilità finanziaria, di recente istituzione, pare costituire uno strumento efficace per evitare duplicazioni e lacune in quest'area, nonché per

fornire un utile orientamento sul modo in cui le raccomandazioni possano essere attuate nella pratica. Quest'ultimo compito rappresenta un impegno cospicuo e di importanza cruciale per la comunità internazionale.

Nell'ambito della prevenzione delle crisi sono proseguite le riunioni di esperti nazionali, molte delle quali alla BRI, dove è stata dedicata crescente attenzione alla stesura o alla revisione di codici di corretta prassi in campo finanziario. Una descrizione approfondita del lavoro svolto da tutti i comitati che operano a Basilea è contenuta nel capitolo dedicato alle Attività della Banca. Passando dalla formulazione di principi alla loro attuazione concreta, particolari progressi sono stati compiuti nell'applicazione dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*, grazie all'impegno cooperativo del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e del suo Core Principles Liaison Group. Un contributo fondamentale è stato fornito anche dal FMI e dalla Banca mondiale, che hanno avviato un ambizioso programma pilota per valutare la stabilità finanziaria nel quadro delle consultazioni dell'Articolo IV. Relativamente alla gestione delle crisi, il dibattito si è incentrato sul conflitto tra il sostegno finanziario a mutuatari sovrani in difficoltà, da un lato, e il problema del "moral hazard", dall'altro. Le discussioni su come contemperare uno schema di regole con l'esercizio della discrezionalità e sulle implicazioni per le condizioni abbinate ai finanziamenti del FMI hanno messo in luce le perduranti divergenze di opinione in merito alle procedure appropriate.

Anche nell'area della risoluzione delle crisi sono stati compiuti alcuni limitati progressi. Con l'incoraggiamento del FMI, un certo numero di paesi minori ha negoziato sia una ristrutturazione che una riduzione del valore delle rispettive obbligazioni internazionali, senza manifesti effetti indotti sul costo di tale forma di finanziamento per altri mutuatari di paesi emergenti. Inoltre, nel riconoscimento che i detentori di obbligazioni rappresentano una categoria sempre più importante di creditori, Canada, Germania e Regno Unito hanno assunto varie iniziative per incoraggiare l'impiego di clausole di azione collettiva nei nuovi contratti obbligazionari. Infine, sono state prese ulteriori esitanti misure per alleggerire l'onere debitorio di un certo numero di paesi fra i più poveri del mondo, alcuni dei quali erano stati anche colpiti da calamità naturali. Tuttavia, la questione dello sgravio del debito suscita forti emozioni che hanno reso finora dolorosamente lento il processo internazionale di formazione del consenso. In questa come in altre aree sono necessari ulteriori progressi, forse sulla falsariga di quanto suggerito nelle Conclusioni di questa Relazione.