

VIII. Conclusioni: trovar luce fra le ombre

Non vi è una risposta unica, o semplice, ai problemi economici attuali. Anche se può sembrare facile distinguere le politiche mirate alla stabilità macroeconomica da quelle connesse con la stabilità finanziaria, in pratica non lo è. La mancanza di stabilità in un'area contribuisce solitamente a destabilizzare l'altra. Si può ricordare che negli anni settanta e ottanta in molti paesi industriali un'inflazione relativamente alta indusse gli investitori a cercare protezione nella proprietà immobiliare, e che a sua volta ciò concorse a determinare un'eccessiva espansione del credito, prestiti in sofferenza e bilanci bancari sovraesposti. Più di recente, in Giappone, in Messico e nel Sud-Est asiatico si è potuto osservare l'altro lato di questo processo, giacché la debolezza delle banche e la connessa stretta creditizia hanno ritardato la ripresa dalle turbative macroeconomiche. La conclusione impegnativa che discende da tale constatazione è che l'azione di politica economica deve dispiegarsi su un ampio fronte affinché possa realizzare un miglioramento duraturo dei livelli di vita.

Al tempo stesso, viene riconosciuto in misura crescente che le differenti politiche richieste per promuovere la stabilità macroeconomica e finanziaria sono accomunate da varie caratteristiche di fondo. Nella conduzione delle politiche monetaria e fiscale è necessaria trasparenza per fornire un ancoraggio alle aspettative. Ma anche da parte degli operatori finanziari occorre trasparenza affinché la disciplina di mercato possa indurre a comportamenti prudenti. Un altro aspetto comune è che le politiche in entrambe le aree devono evitare di rimediare alle difficoltà di oggi a prezzo di un aggravamento di quelle future: il "moral hazard" è un problema serio. Infine, in ambedue le aree pare essere maturata la consapevolezza che i processi sottostanti vengono compresi solo in modo imperfetto e che i risultati sono inevitabilmente soggetti a incertezza. Poiché anche i piani ben congegnati non sempre producono gli effetti desiderati, nella formulazione delle politiche occorre forse assegnare una più elevata priorità all'obiettivo di evitare esiti veramente nefasti.

Quanto accaduto nei mercati finanziari fra l'agosto e l'ottobre dello scorso anno ha rammentato ai responsabili delle politiche che le distribuzioni di probabilità che caratterizzano i movimenti dei prezzi delle attività possono presentare "code" con valori elevati, per lo meno dal lato delle variazioni negative. L'interazione fra forme diverse di rischio prima ritenute separabili ha provocato massicce variazioni di prezzo che hanno messo a repentaglio la solidità delle istituzioni finanziarie e persino il funzionamento degli stessi mercati. I recenti drammatici sviluppi in molti paesi emergenti hanno evidenziato come anche le variabili macroeconomiche siano suscettibili di movimenti estremi. Né si dovrebbe presumere che le economie industriali avanzate vadano immuni da tali problemi. Sebbene la maggior parte degli osservatori preveda una continuazione,

e finanche un'accelerazione della crescita, il permanere di molte incertezze di natura specifica implica che le attuali previsioni debbano contenere un ampio margine di errore. Ad esempio, quali ripercussioni si avranno, in Giappone, sulla fiducia dei consumatori allorché prenderà realmente slancio la ristrutturazione delle imprese? Come influirà, in Europa, l'introduzione dell'euro sulla concorrenza e sui prezzi, nonché sulla struttura finanziaria attraverso la quale opera la politica monetaria? E la diffusione delle nuove tecnologie ridurrà la disoccupazione, dischiudendo nuove opportunità produttive, oppure la accrescerà, estromettendo forze di lavoro? La ristrutturazione delle banche asiatiche procederà rapidamente o resterà di fatto solo sulla carta? A questi interrogativi, molti altri se ne potrebbero aggiungere, e sia le risposte sia le implicazioni sul piano delle politiche non sono ovvie.

Né è ovvio che nella situazione attuale i rischi si bilancino. In effetti, una ripresa generalizzata dell'inflazione appare meno probabile di un'ulteriore disinflazione, o addirittura di una deflazione. L'incertezza di per sé intacca la fiducia e induce a comprimere la spesa. Gli squilibri agiscono nella stessa direzione. Quando essi sono infine corretti, coloro che ne traggono un guadagno possono anche non aggiustare verso l'alto le proprie decisioni di spesa, mentre per coloro che subiscono una perdita non vi è alternativa al ridimensionamento. Anche gli squilibri specifici cui si è fatto riferimento nell'Introduzione di questa Relazione annuale sembrano comportare il rischio di un'evoluzione meno favorevole rispetto alle previsioni. L'eccesso mondiale di capacità produttiva nel settore dei beni scambiati internazionalmente potrebbe avere conseguenze di vario tipo. Esso sta già esercitando pressioni al ribasso sui prezzi nei paesi industriali avanzati, sebbene il volume delle esportazioni dall'Asia non abbia ancora risentito appieno dei passati deprezzamenti. Negli Stati Uniti le spinte protezionistiche sono in aumento, quantunque il tasso di disoccupazione raggiunga sempre nuovi minimi. E l'intensificazione della concorrenza di prezzo rende le imprese vulnerabili di fronte a ogni significativa accelerazione dei costi. Un'eventuale ulteriore compressione dei profitti negli Stati Uniti potrebbe avere un impatto considerevole sui corsi azionari, e a sua volta ciò si ripercuoterebbe verosimilmente sulla spesa in consumi. Infine, gli eccezionali squilibri commerciali comporteranno prima o poi un indebolimento del dollaro e un corrispondente apprezzamento dello yen e dell'euro. Qualora ciò dovesse avvenire prima che le economie del Giappone e dell'Europa continentale abbiano ripreso il cammino di una solida crescita, evidenti sarebbero i pericoli in senso recessivo per l'economia mondiale.

Che i responsabili delle politiche siano consapevoli di queste insidie sembra confermato dal modo in cui essi hanno agito finora. I tassi d'interesse sono stati decisamente abbassati in tutto il mondo industrializzato, così come in molte economie emergenti. L'allentamento monetario attuato verso la fine dello scorso anno nei paesi industriali avanzati rispondeva anche all'intento di calmare le turbolenze di mercato mediante un'immissione addizionale di liquidità. Inoltre, è ben possibile che la politica monetaria agisca con minore efficacia in una situazione di calo generalizzato dei prezzi, a causa soprattutto, anche se non solo, del vincolo derivante dall'impossibilità di far scendere i tassi d'interesse nominali al disotto dello zero. Posto che si consideri ciò un potenziale problema, allora le

recenti riduzioni dei tassi in alcuni paesi potrebbero essere anche viste come una mossa preventiva intesa a evitare una spirale deflazionistica dalla quale sarebbe presumibilmente difficile uscire.

Sarebbe tuttavia un errore concludere che la risposta agli attuali problemi economici mondiali sia semplicemente un ulteriore allentamento della politica monetaria. In fondo, è stata proprio la presenza per vari anni di una politica troppo accomodante a creare molti dei problemi odierni. Oltre che a taluni dilemmi posti dalla conduzione della politica monetaria occorre oggi prestare maggiore attenzione alle non meno difficili questioni concernenti la scelta del regime di cambio, la politica fiscale e la riforma del mercato del lavoro. Per quanto attiene più direttamente alla stabilità finanziaria, in numerosi paesi s'impone con urgenza un'azione per ristrutturare il sistema bancario e, in molti casi, il settore delle imprese. È inoltre indispensabile che venga ora attuata tutta una serie di recenti raccomandazioni al fine di assicurare che, una volta resi sani, i sistemi finanziari rimangano tali negli anni a venire.

Politiche volte a promuovere la stabilità macroeconomica

In pressoché tutte le maggiori aree del mondo la conduzione della politica monetaria è oggi condizionata dalla presenza di circostanze eccezionali. Negli Stati Uniti, le incertezze e i dilemmi con cui è confrontata la Federal Reserve appaiono per certi versi normali, ma tali non sono per altri importanti aspetti. Nell'orientare la politica monetaria al perseguimento della stabilità dei prezzi interni è pratica usuale basare le previsioni di inflazione su una qualche misura del margine di potenziale produttivo esistente nell'economia. Inusuale è tuttavia il grado di incertezza che circonda tali previsioni negli Stati Uniti. Le stime dei livelli di capacità basate sulle statistiche del mercato del lavoro differiscono totalmente da quelle desunte dai dati sullo stock di capitale. Si aggiunga che fino a oggi non vi è alcuna prova conclusiva a conferma o a smentita dell'ipotesi che l'economia statunitense sia entrata in una "nuova era" di più rapida crescita della produttività.

Anche la dinamica dei prezzi delle attività pone condizionamenti collaterali sempre più severi alla normale conduzione della politica monetaria negli Stati Uniti. Se da un lato la turbolenza finanziaria mondiale dello scorso autunno ha in certa misura concorso alla decisione di abbassare i tassi d'interesse, dall'altro la precedente ascesa dei corsi azionari, assieme alla robusta espansione del credito, avrebbe potuto far ritenere opportuno un livello più elevato dei tassi. Una conclusione analoga è suggerita dalla recente risalita delle quotazioni a livelli record e dai connessi effetti sulla spesa in consumi. Al momento attuale un grosso pericolo per la prosecuzione della crescita economica mondiale è che l'economia statunitense si surriscaldi, e che i timori di una susseguente recessione deprimano i mercati azionari, riducendo la ricchezza e contraendo la spesa. Qualora il dollaro dovesse nel contempo deprezzarsi sotto la pressione dei deflussi di capitali e dell'ampio disavanzo commerciale, un periodo di stagflazione non sarebbe un'eventualità impossibile. Data la maggiore calma instauratasi ora sui mercati finanziari mondiali, l'esigenza di scongiurare una tale combinazione di eventi dovrebbe avere un peso rilevante nella formulazione della futura politica monetaria.

In Europa, la sfida straordinaria dello scorso anno è stata l'introduzione dell'euro. L'operazione è stata compiuta con grande maestria, come testimonia la stabilità dei cambi intraeuropei durante tutto il 1998. La sfida dell'anno venturo sarà come guidare la politica monetaria in un contesto economico non soltanto nuovo, ma anche destinato a evolversi rapidamente per effetto dell'avvento stesso della moneta unica. Il fatto che all'inizio di quest'anno molti dei paesi partecipanti presentassero ampie differenze nella posizione ciclica e nella dinamica dei prezzi delle attività pone taluni problemi per la conduzione della politica monetaria. Ulteriori complicazioni derivano dalle oscillazioni del valore dell'euro, sul piano sia dell'interpretazione sia della possibile risposta. Certo è tuttavia che l'obiettivo della Banca centrale europea è la stabilità dei prezzi, e che il rischio di mancarlo per difetto appare ora almeno altrettanto grande quanto quello di superarlo. Di recente la BCE ha specificato che la sua reazione agli scostamenti dall'obiettivo di inflazione sarà simmetrica, e ciò implica che, se del caso, i tassi ufficiali potrebbero in effetti essere ancora abbassati.

Anche in Giappone la politica monetaria si trova a operare in un contesto assai inconsueto, cioè di prezzi decrescenti. Sebbene l'esito non sia per nulla certo, paiono tuttavia essere presenti molti dei presupposti per una continuazione delle pressioni deflazionistiche. L'onere del debito reale gravante sulle imprese aumenta ancora, ostacolando gli investimenti. I costi unitari del lavoro sono in crescita, e le ristrutturazioni aggraveranno la disoccupazione, deprimendo ulteriormente la fiducia e la domanda delle famiglie. Anche se non è ancora rilevabile un differimento delle decisioni di spesa in previsione di nuovi cali di prezzo, come sembra accadere in Cina, una tale eventualità non può essere esclusa.

La Banca del Giappone ha reagito riducendo praticamente a zero i tassi d'interesse, immettendo più liquidità nel sistema bancario e acquistando grandi quantità di titoli del settore privato. Finora tale azione non è sostanzialmente riuscita a produrre gli effetti sperati, il che induce a domandarsi cos'altro, semmai, si possa fare. L'esperienza giapponese ha messo in luce i limiti che incontra la politica monetaria quando i tassi d'interesse nominali sono già estremamente bassi e l'eccesso di capacità produttiva è già molto ampio. Essa può altresì fornire una certa indicazione dei vantaggi e dei limiti che presentano le dichiarazioni esplicite a riguardo degli obiettivi di politica economica.

Un importante sviluppo concernente il Giappone è stato il brusco aumento di valore dello yen durante la seconda parte dello scorso anno. Se da un lato ciò potrebbe senz'altro giovare ai paesi asiatici concorrenti, dall'altro non vi è dubbio che si ripercuoterà negativamente sul settore delle esportazioni, una delle poche fonti di sostegno dell'economia giapponese. In circostanze più normali tale apprezzamento avrebbe potuto essere contrastato con una riduzione dei tassi d'interesse o con interventi volti a segnalare che all'occorrenza i tassi sarebbero stati abbassati. Invece, non essendo credibile la capacità di porre in atto tali contromisure, è stato più difficile avversare l'inopportuna ascesa dello yen. Anche il fatto che alle aspettative del mercato mancasse l'ancora offerta da una chiara comprensione del ruolo del cambio nella conduzione della politica monetaria giapponese non è stato certo di aiuto. Come minimo andrebbe chiaramente affermato che l'obiettivo di porre fine alla

recessione giapponese e di evitare l'instaurarsi di una psicologia deflazionistica deve, per il momento, prevalere sulle considerazioni di bilancia commerciale.

I dubbi circa la possibilità di tenere fede agli impegni dichiarati hanno inoltre sconsigliato l'adozione di obiettivi espliciti in termini di inflazione o di livello dei prezzi. In linea teorica, ambedue gli approcci potrebbero svolgere un utile ruolo nell'impedire un avvitamento verso il basso delle aspettative di prezzo e potrebbero pertanto condurre a una benefica riduzione delle attese a riguardo dei tassi d'interesse a lungo termine. In pratica, però, gli operatori economici devono poter credere che le autorità dispongano degli strumenti idonei per conseguire i propri obiettivi. Al momento attuale ciò appare dubbio. Quindi, sebbene nessuno dei due approcci sembri di per sé di grande ausilio nelle presenti circostanze, un tale cambiamento di regime potrebbe comunque svolgere un'utile funzione complementare, se solo si riuscisse a trovare un qualche altro mezzo per ridurre efficacemente l'attuale sottoutilizzo del potenziale produttivo.

Le fortissime oscillazioni dello yen, congiuntamente con l'introduzione dell'euro, hanno fornito lo spunto, nel periodo sotto rassegna, a nuove proposte per una migliore gestione cooperativa di un sistema di cambio tripolare. La fluttuazione dei tassi di cambio ha in effetti i suoi problemi, non da ultimo il rischio che si sviluppino bolle dei prezzi delle attività allorché i tassi d'interesse rimangono bassi e gran parte dell'onere della lotta all'inflazione viene quindi a ricadere su un apprezzamento esterno della moneta. Tuttavia, nessun accordo politico sembra in grado di modificare in modo significativo il regime attuale, che vede la politica monetaria nazionale orientata essenzialmente in funzione delle esigenze interne. Un problema sottostante, di rilevanza sia accademica che pratica, è la perdurante propensione degli operatori a finanziarsi nei centri con bassi tassi d'interesse e a investire in quelli con tassi elevati, senza considerare appieno il rischio di dover rimborsare le proprie passività in una moneta apprezzata. L'effetto destabilizzante di siffatti "fallimenti del mercato" richiederebbe un approfondimento analitico.

Anche in numerose economie emergenti sono sorti nuovi problemi nell'area dei tassi di cambio. Il principale insegnamento tratto da queste esperienze è che i paesi dovrebbero evitare regimi di ancoraggio variabile, optando invece o per un meccanismo molto più stringente o per l'adozione volontaria di una fluttuazione manovrata. In favore della prima alternativa testimonia il fatto che lo scorso anno Hong Kong e Argentina hanno difeso con successo il proprio regime di "currency board", gestendo il sistema in modo più flessibile (Hong Kong) oppure minacciando la dollarizzazione e l'astensione da qualsiasi forma di gestione del cambio (Argentina). In entrambi i casi si sono semplicemente dovuti accettare tassi d'interesse sgradevolmente elevati. Altri paesi, come il Brasile, non hanno deciso spontaneamente di lasciare fluttuare la propria moneta, ma vi sono stati costretti in una situazione di crisi. L'esito è stato generalmente insoddisfacente. Com'era avvenuto in Asia l'anno prima, le valute hanno avuto la tendenza a deprezzarsi a dismisura per poi riprendersi nel contesto di politiche macroeconomiche di stabilizzazione. Anche le autorità brasiliane hanno consentito agli alti tassi d'interesse di svolgere un ruolo di sostegno, anche se appariva probabile che con il tempo l'impatto sul servizio del

debito interno e sul disavanzo di bilancio avrebbe potuto determinare pressioni al ribasso sul real. Grazie anche a un netto miglioramento dell'avanzo primario e ad una dinamica dell'inflazione inaspettatamente moderata, fino a oggi questa strategia sembra vincente.

Il compito che attende ora il Brasile e gli altri paesi passati a un regime di fluttuazione è quello di individuare un'altra ancora nominale che serva da guida alla politica monetaria interna nel più lungo periodo. Non sarà un compito facile, data la mancanza di una tradizione antinflazionistica, l'inadeguatezza delle statistiche sugli aggregati creditizi e monetari e l'assenza di procedure affidabili di previsione dell'inflazione. E, in difetto di un quadro operativo trasparente per la conduzione della politica monetaria, anche la gestione di pressioni episodiche sul cambio risulterà difficile, seppure meno problematica che in un regime di ancoraggio aggiustabile.

Negli ultimi tempi non si è discusso molto di politica fiscale. Per quanto riguarda il Giappone, è opinione concorde che la manovra fiscale abbia (o quanto meno abbia avuto) un ruolo utile nello stimolare la domanda aggregata; nell'Europa continentale viene ritenuto desiderabile un ulteriore consolidamento dei bilanci pubblici; negli Stati Uniti lo stato della finanza pubblica è nettamente migliorato e al momento non sembra necessario un inasprimento; infine, nei paesi emergenti la restrizione fiscale appare la giusta risposta a breve termine allorché si manifestano pressioni sul cambio. Pur essendo in gran parte valide, queste affermazioni vanno tuttavia meglio specificate alla luce delle circostanze.

In Giappone, dove più evidenti appaiono i limiti dello stimolo monetario, l'efficacia delle numerose manovre di bilancio espansive è stata diminuita dalla crescente propensione al risparmio delle famiglie. Questo fenomeno rispecchia certamente la maggiore insicurezza a riguardo del posto di lavoro, ma è anche dovuto all'inadeguatezza dei sistemi previdenziali e al timore che in futuro si renda necessario un aumento dell'imposizione per finanziare il servizio del crescente debito pubblico. Quest'ultimo timore è stato accentuato dall'esitante reazione della politica fiscale, la quale non è riuscita a ristabilire la fiducia del settore privato, e dalle argomentazioni con cui è stato giustificato il forte inasprimento fiscale dell'esercizio 1997. Ad alimentare il timore di futuri aggravii di imposta ha inoltre contribuito la crescente percezione che gli attuali investimenti sono dettati più da considerazioni di ordine politico che dalla volontà di anticipare la realizzazione di infrastrutture che sarebbero in ogni caso necessarie. In Europa l'esigenza di un consolidamento a medio termine non può essere messa in discussione. Va comunque ricordato che uno dei vantaggi offerti da una solida posizione fiscale è il margine di manovra che essa consente all'operare degli stabilizzatori automatici. E non è da escludere che in Europa si determini una situazione in cui lo stimolo fiscale sarebbe ancora una volta la risposta appropriata di politica economica. Infine, i libri di testo direbbero che un inasprimento della politica di bilancio negli Stati Uniti contribuirebbe a ridurre il surriscaldamento dell'economia interna e il rischio di un apprezzamento disordinato del dollaro seguito da una sua brusca caduta. In circostanze siffatte, per quanto politicamente improbabili esse siano, sarebbe tanto più importante che venisse incoraggiata un'espansione della domanda aggregata negli altri paesi. Durante i

recenti episodi di turbolenza il mondo ha tratto notevole beneficio dal protratto vigore dell'economia statunitense. Tuttavia l'apprestamento di strategie in vista di un mutato contesto dovrebbe essere ora la preoccupazione di ogni prudente "policymaker", anche negli Stati Uniti.

Non è neppure assodato che nelle economie emergenti la restrizione fiscale sia sempre la risposta appropriata allorché sorgono pressioni sul cambio. Nei paesi industriali con tassi di cambio fluttuanti e un'elevata mobilità dei capitali si presume comunemente che il cambio si indebolisca in presenza di una restrizione fiscale, in quanto i tassi d'interesse interni scendono e i capitali defluiscono all'estero. Per contro, nei mercati emergenti la restrizione fiscale può a un tempo rafforzare il tasso di cambio e abbassare tassi d'interesse inizialmente elevati riducendo il premio per il rischio richiesto dai prestatori esteri. Questa argomentazione appare valida per il Brasile e la Russia, e in generale per quei paesi che hanno tradizionalmente una situazione fiscale precaria. Meno evidente è la sua validità nel caso dei paesi asiatici o di altre regioni con un passato di finanze pubbliche sane. Tuttavia, se si considera quanto imprevedibili possano essere i mercati in un contesto di crisi, anche in questi casi può comunque essere opportuno ridurre in un primo tempo il deficit pubblico, per poi allentare il rigore fiscale non appena si sia ristabilita la fiducia. Sebbene resti aperta la questione della scelta dei tempi, nella sostanza ciò è quanto è accaduto recentemente nei paesi asiatici colpiti dalla crisi.

Alla luce dell'eccesso di capacità a livello mondiale e dell'elevata o crescente disoccupazione in Europa, in Giappone e in gran parte delle economie emergenti, si pone inoltre con urgenza la necessità di riforme dal lato dell'offerta. Questa affermazione potrebbe sembrare paradossale, in quanto tali riforme sono destinate ad aumentare il potenziale produttivo. Non va tuttavia dimenticata la principale nozione dell'economia classica, ossia che le variazioni dei prezzi relativi possono parimenti contribuire in modo sostanziale alla risoluzione degli squilibri economici. Anche con un'adeguata ristrutturazione dei settori delle imprese e delle banche (si veda più oltre), l'eccesso di capacità presente in molti comparti industriali implica che gli investimenti in queste aree rimarranno deboli per vari anni, con i connessi effetti moltiplicativi sull'occupazione e sul reddito. In siffatte circostanze è essenziale rimuovere le restrizioni amministrative e gli altri ostacoli alla redditività che gravano sugli investimenti in altri settori, specie in quello dei servizi. Sebbene ciò valga con particolare evidenza per i mercati emergenti, anche molti paesi industriali riconoscono la necessità di procedere nel senso della deregolamentazione. Le iniziative intraprese sul mercato del lavoro al fine di accrescere le opportunità di impiego delle persone disoccupate agiscono nella stessa direzione, soprattutto perché i lavoratori spendono, e ancor più spendono i lavoratori fiduciosi. È questo forse l'insegnamento più chiaro che si può ricavare dall'esperienza degli Stati Uniti negli ultimi anni.

Politiche volte a promuovere la stabilità finanziaria

Prima di considerare come possano essere evitati i problemi finanziari futuri, occorre porre mano ai problemi di oggi. L'accumulo di capacità industriale

eccedente in molti paesi e settori continua a rappresentare una seria minaccia per la stabilità finanziaria. Senza una riduzione ordinata o un riassorbimento di tale eccedenza, gli indici di redditività del capitale rimarranno deludenti, con effetti potenzialmente deprimenti, e duraturi, sulla fiducia e sulle decisioni di investimento. Diverrà inoltre sempre più dubbia la solvibilità delle istituzioni che hanno finanziato questa espansione del capitale, e ciò potrebbe dare origine a un razionamento del credito e a pesanti condizionamenti negativi per l'intera economia. Processi di questo genere sono particolarmente pronunciati nel Sud-Est asiatico, in Cina e in Giappone. Purtroppo, per molti aspetti queste economie paiono anche essere nella situazione meno propizia per uscirne.

La chiusura di singoli stabilimenti in Asia è inibita dal timore delle possibili reazioni dei tradizionali concorrenti. In ogni caso, dati i pesanti costi pregressi, spesso può avere un senso continuare a produrre in perdita fintantoché sono coperti i costi variabili. Sotto questo aspetto particolare, la presenza di tassi d'interesse bassi e la possibilità di ottenere ulteriori finanziamenti dal sistema bancario (o addirittura dall'estero) possono costituire importanti disincentivi alla ristrutturazione. Un'alternativa consisterebbe nel dichiarare fallimento e vendere le attività aziendali a prezzi sufficientemente bassi da generare profitti per i nuovi proprietari, ma tale opzione è ostacolata in Asia dall'assenza di una legislazione fallimentare adeguata. Benché in vari paesi si siano compiuti progressi in quest'area, non è ancora chiaro in che modo la nuova normativa sarà applicata nella pratica. Un ulteriore importante ostacolo alla razionalizzazione industriale in tutta l'Asia è rappresentato dalle preoccupazioni per i costi sociali e politici della dismissione di manodopera e dagli effetti sulla fiducia delle famiglie, data la mancanza di efficaci sistemi di sicurezza sociale. Le soluzioni di politica economica richieste per rimediare a tali problemi possono sembrare ovvie, ma la loro attuazione sarà difficile, nonché costosa per gli azionisti e potenzialmente anche per i governi. È significativo il fatto che la ristrutturazione delle imprese in Giappone è appena agli inizi, pur essendo trascorso quasi un decennio da quando se ne è manifestato il bisogno. Un processo di ristrutturazione pare stia cominciando in Cina, Corea e alcuni altri paesi, ma resta da vedere se le promesse saranno di fatto mantenute.

Un altro fattore che frena le ristrutturazioni aziendali, non soltanto in Asia, bensì in molte altre parti del mondo, è la già dubbia solidità del sistema bancario. Quantunque possa essere opportuno esacerbare questo problema riconoscendo l'inesigibilità di una quota ancora maggiore dei prestiti erogati alle imprese, un tale approccio è assai poco attrattivo sul piano politico. Una ragione per temporeggiare è che, data l'erosione subita dal capitale proprio sia nel settore delle imprese che in quello finanziario, l'onere tenderebbe a ricadere sui contribuenti. In linea di principio, anche i depositanti potrebbero essere chiamati a contribuire, ma in molti paesi emergenti i governi hanno fornito un'assicurazione implicita per tutti i depositi, al fine di evitare corse agli sportelli come quelle avvenute nel 1995 in Argentina e più di recente in Indonesia. Poiché le perdite su crediti ammontano probabilmente a una frazione significativa del PIL, i paesi emergenti che non dispongono di mercati ben consolidati dei titoli di Stato potrebbero avere difficoltà a finanziare il fabbisogno di bilancio, sebbene ciò rappresenti al tempo stesso un'opportunità per lo sviluppo di mercati dei

capitali. Quanto ai paesi con sistemi finanziari maturi, il pericolo di un aumento rilevante del debito pubblico potrebbe complicare ulteriormente il compito delle politiche macroeconomiche sospingendo verso l'alto i tassi d'interesse a più lungo termine, com'è accaduto recentemente in Giappone.

Il modo in cui viene attuata la ristrutturazione del sistema bancario è determinante ai fini sia della sua efficacia che della sua durata. L'obiettivo primario deve essere quello di ripristinare la solvibilità e la redditività. Quanto ai principi cui ispirarsi, per essere efficace una ristrutturazione dovrebbe iniziare non appena il problema viene accertato ed essere di portata tale da evitare un razionamento ingiustificato del credito. È inoltre essenziale che vengano evitate interferenze politiche e siano rese trasparenti sia le procedure sia la ripartizione dei costi. Infine, se si vogliono impedire fenomeni di "moral hazard" gli azionisti e il management delle banche insolventi devono patire un danno, sebbene vi debbano essere limiti a ciò nel caso di crisi sistemiche. Malauguratamente, in vari paesi questi principi non sono sempre stati applicati con la coerenza dovuta. Tali deficienze avranno costi sia a breve termine, nella misura in cui sarà ritardata la ripresa economica, sia a lungo termine, in quanto verrà frenata la ristrutturazione delle imprese e si finirà con il ripetere gli errori del passato.

Benché gli attuali problemi nei sistemi finanziari dei paesi emergenti abbiano essenzialmente avuto origine interna, essi sono stati senz'altro acuiti dai flussi di capitali internazionali. La realtà di fatto è che persino i flussi di entità modesta nell'ottica dei mercati finanziari internazionali possono avere effetti dirompenti sulle piccole economie. Ne discende che tali paesi dovrebbero smantellare i controlli sui capitali a breve con grande cautela, specie se vi sono dubbi (e normalmente ve ne sono) circa la stabilità intrinseca dei sistemi finanziari interni. Dovrebbe inoltre esservi assai meno esitazione nell'impiego di strumenti prudenziali basati sul mercato, come gli obblighi di riserva, per impedire che le banche facciano eccessivo ricorso all'indebitamento a breve in valuta. Abbinato a un regime di cambio gestito in modo meno rigido, ciò potrebbe realmente segnare un salto di qualità.

La recente esperienza mostra inoltre come i paesi che per una qualche ragione desiderano accettare tali afflussi di capitali debbano compiere maggiori sforzi per prepararsi all'eventualità di improvvisi deflussi. Un possibile modo consiste nel potenziare le riserve valutarie realizzando eccedenze commerciali. Il problema insito in tale approccio è che esso esemplifica la cosiddetta fallacia dell'aggregazione: quali squilibri mondiali emergerebbero se tutti i paesi emergenti si adoperassero in tal senso? Una soluzione meno problematica potrebbe essere quella adottata recentemente dall'Argentina, consistente nel prendere a prestito riserve e concordare linee creditizie di emergenza vincolanti con il settore privato. Dati i cambiamenti di umore dei mercati, in certi momenti per le autorità potrebbe essere relativamente facile e poco costoso assicurarsi disponibilità valutarie a più lungo termine da impiegare in un secondo tempo. Infine, i paesi potrebbero avvalersi delle "Contingent Credit Lines" messe di recente a disposizione dal FMI. Unitamente ad accordi analoghi con il settore privato, ciò costituirebbe un'attestazione congiunta della solidità del paese in questione e potrebbe contribuire in modo sostanziale a evitare problemi di contagio.

Il dire che le economie emergenti devono affrontare i loro propri problemi non significa negare che parte della soluzione possa essere trovata in talune modalità di funzionamento degli stessi mercati internazionali dei capitali. L'erogazione imprudente di credito è stata motivata sia dall'assottigliarsi dei margini sulle operazioni tradizionali nel mercato nazionale, sia dalla convinzione che "reti di sicurezza" di varia forma avrebbero protetto i creditori qualora i rischi si fossero concretizzati. Il primo problema è destinato ad aggravarsi nella misura in cui si intensifica la concorrenza globale nell'offerta di servizi finanziari e aumenta l'attenzione prestata dal management agli interessi degli azionisti. Se da un lato è possibile che le banche reagiscano con una valutazione più oculata del rischio, dall'altro è anche possibile che esse si lascino ulteriormente attrarre da operazioni sempre più rischiose.

Per quanto concerne il problema di un'imprudente erogazione di credito dovuta alla presunta protezione offerta dalle "reti di sicurezza", negli ultimi tempi si è assistito a sviluppi di valenza opposta. Per un verso, le perdite subite in Russia e in Cina hanno messo in chiara evidenza il potenziale di rischio nei paesi emergenti. Nell'aprile di quest'anno tali esperienze parevano aver influito sul comportamento delle banche, mentre rimaneva pressoché intatto l'entusiasmo degli investitori per le obbligazioni dei mercati emergenti. Quest'ultima tendenza è tuttavia destinata a cambiare qualora vengano adottate le recenti proposte secondo cui i detentori di obbligazioni sarebbero normalmente chiamati a partecipare alla ristrutturazione del debito esterno di un paese. Per contro, dalla vicenda del Long-Term Capital Management si può desumere che gli organi di regolamentazione e i principali creditori hanno giudicato che una tale istituzione finanziaria non bancaria fosse troppo complessa per consentirne il fallimento. Ciò potrebbe avere risvolti preoccupanti per il messaggio inviato a banche e operatori mobiliari di dimensioni ben maggiori con una vasta operatività di negoziazione in proprio.

Il progresso tecnologico e la deregolamentazione hanno non soltanto modificato i tradizionali comportamenti bancari, ma anche incoraggiato l'erogazione di credito attraverso i mercati mobiliari e il ricorso a tali mercati da parte delle banche medesime. Questo fenomeno ha parimenti implicazioni per la stabilità sia finanziaria che economica. Nelle fasi di rallentamento congiunturale in molti paesi le banche tradizionalmente continuano a finanziare i clienti con cui intrattengono stabili relazioni, contribuendo così a sostenere la domanda e a temperare il ciclo stesso. Per converso, i mercati tendono a mutare atteggiamento in modo drastico, negando il credito a tutti i mutuatari tranne a quelli di primissimo ordine. Di fatto, essendo le banche stesse divenute più dipendenti dai mercati finanziari per la titolarizzazione di impieghi o il collocamento di propri strumenti debitori, potrebbe anche essersi ridotta la loro capacità di svolgere una funzione moderatrice del ciclo. Poiché inoltre, come si è potuto osservare lo scorso anno, gli spreads creditizi sui mercati finanziari tendono a essere fortemente correlati al livello dei tassi d'interesse, appare evidente il rischio di maggiori fluttuazioni cicliche nell'espansione del credito e nel connesso andamento della spesa. Il fatto che con l'ampliarsi degli spreads possa venir meno la liquidità implica inoltre il rischio che, in un sistema basato sul mercato, le fasi contrattive siano intrinsecamente più violente di quelle espansive. Infine, dato

che in misura crescente il credito è fornito da una moltitudine di investitori su mercati impersonali dai quali è facile uscire, diventa sempre più problematico organizzare prestiti concertati in favore di mutuatari sovrani bisognosi di liquidità. Al pari dei governi, le banche si chiedono per quale motivo debbano finanziare il salvataggio altrui.

Le implicazioni di questi recenti sviluppi per le procedure interne di gestione del rischio e per la politica economica sono importanti. Attraverso vari canali le istituzioni finanziarie, ivi comprese le banche, sono oggi esposte a un maggiore rischio di mercato. Si aggiunga che quest'ultimo è più fortemente correlato al rischio di credito di quanto si ritenesse in passato, giacché le esposizioni sono spesso costruite con il ricorso a capitali di prestito, e che anche la correlazione fra rischio di credito e rischio di liquidità è più stretta di quanto si presumesse. Inoltre, appare ora evidente che i modelli di rischio possono fornire un falso senso di sicurezza, poiché in condizioni di mercato estreme essi possono perdere la loro capacità predittiva. Di fatto, un loro utilizzo meccanicistico può addirittura contribuire a turbolenze del mercato. Se da un lato occorre quindi un impiego più sistematico delle prove di stress, dall'altro è necessario prestare maggiore attenzione a correlazioni di prezzo non lineari e a scenari prima ritenuti così improbabili da non assumere rilevanza pratica.

Vi sono poi implicazioni di politica economica che vanno al di là del compito di accertare l'adeguatezza dei sistemi interni di gestione del rischio. Considerato che i mercati assumono un'importanza sempre maggiore nel sistema finanziario, e che il loro umore può cambiare con estrema rapidità, diventa altrettanto importante sorvegliare i mercati da vicino e individuare le concentrazioni di rischio. In alcuni dei paesi in cui le banche centrali non sono più depositarie della funzione di vigilanza bancaria esse sono ora responsabili della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme. Sarà necessario definire più chiaramente il significato di questo ruolo per quanto concerne il supporto da fornire al mercato. Sono molti a chiedersi se una banca centrale, privata delle responsabilità di vigilanza, sia ancora in grado di ottenere le informazioni necessarie, nel momento in cui ne ha bisogno, al fine di svolgere la propria funzione di sostegno finanziario d'emergenza in maniera oculata e tempestiva in un mondo retto dalle leggi di mercato. Nell'Europa continentale vanno inoltre valutate attentamente le ulteriori complicazioni derivanti dalla presenza di una banca centrale sovranazionale che interagisce con varie autorità di vigilanza nazionali.

Come rilevato nell'Introduzione di questa Relazione annuale, lo scorso anno sono state avanzate numerose raccomandazioni specifiche e di ordine pratico sui modi atti a migliorare la stabilità dei sistemi finanziari a livello nazionale e internazionale. Queste proposte sviluppano costruttivamente precedenti iniziative dei Sostituti del Gruppo dei Dieci e i lavori di vari comitati con sede a Basilea, e sarebbe superfluo ripercorrerle in questo contesto. Tutta una serie di recenti riunioni è servita a conseguire due importanti finalità: ampliare la gamma dei partecipanti e individuare le aree di consenso e di dissenso. Anche se permangono elementi di disaccordo, vi è ora sufficiente convergenza di vedute da rendere senz'altro maturo il passaggio alla fase attuativa. È questo il principale compito cui è chiamata la comunità internazionale negli anni a venire, un compito che non sarà certo facile.

In molte aree sono stati raccomandati codici internazionali di condotta alla cui attuazione dovrà essere data un'alta priorità. Fortunatamente, l'esperienza maturata con l'applicazione del primo di essi, i Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria, fornisce utili indicazioni sul modo di procedere. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, attraverso il suo Gruppo di collegamento e le relazioni intrattenute con i gruppi regionali di autorità di vigilanza, svolge esso stesso un ruolo di promotore e sta considerando di impiegare più attivamente lo strumento della pressione di gruppo. Il FMI vigilerà sull'osservanza dei principi nel quadro delle consultazioni ai sensi dell'Articolo IV e ha inoltre proposto un codice di trasparenza per tutti gli organismi operanti nell'area della regolamentazione finanziaria. La proposta si basa sul principio che una maggiore chiarezza circa il mandato, i poteri e le responsabilità degli organi di vigilanza contribuirà ad accrescere l'efficacia del loro operato. Anche il settore privato può fornire un valido aiuto, imponendo la disciplina di mercato ai paesi con regimi di vigilanza non rigorosi. La proposta avanzata dai paesi del Gruppo dei Sette, secondo cui il FMI dovrebbe pubblicare la propria valutazione sull'osservanza degli standard internazionali nei singoli paesi, fornirebbe ai mercati più fondati elementi di giudizio. Infine, potrebbe essere presa in considerazione la possibilità di negare il diritto di insediamento nei maggiori centri finanziari alle banche che provengono da paesi il cui sistema di vigilanza è giudicato inadeguato. Chiaramente, il ricorso a così tanti incentivi è indicativo di come l'attuazione dei principi raccomandati sia ritenuta per lo meno difficile. Si aggiunga che permangono formidabili problemi, sul piano sia delle risorse di personale sia degli incentivi interni, la cui risoluzione potrebbe richiedere anni. Per tutte queste considerazioni è tanto più importante che gli sforzi compiuti a livello individuale ricevano il pieno sostegno della comunità internazionale.

Di fronte a siffatte sfide, la recente costituzione del Forum per la stabilità finanziaria sotto l'egida del Gruppo dei Sette rappresenta un importante passo avanti. Questo consesso riunisce, per la prima volta, alti funzionari del Tesoro, delle banche centrali e di altri organi di regolamentazione nazionali, nonché esponenti di istituzioni finanziarie e comitati internazionali interessati alla stabilità finanziaria. Esso dovrebbe permettere di evitare costose e spesso irritanti sovrapposizioni di ruoli e di stabilire le priorità di attuazione in un mondo in cui sono grandi i bisogni ma scarse le esperienze. Vi è anche l'esigenza di individuare nuove aree di vulnerabilità finanziaria e di assicurare che sia intrapresa un'azione per porvi rimedio. Infine, dovrebbero essere esercitate pressioni ai massimi livelli internazionali affinché standard di comportamento inaccettabili non continuino a celarsi dietro meccanismi contabili, normativi o di altro tipo. Per poter svolgere il suo mandato con efficacia il Forum dovrà tuttavia affrontare gli stessi problemi di composizione incontrati dai gruppi più tradizionali, come quello di trovare un giusto equilibrio fra l'esigenza di mantenere la partecipazione abbastanza ristretta da garantire l'efficienza e l'intento di assicurare un'adeguata rappresentatività sia dei paesi industriali sia delle economie emergenti.

Nel funzionamento di un'economia di mercato vi può essere un lato più oscuro, specie quando i mercati finanziari sono altamente liberalizzati e le aspettative vanno soggette a cicli ricorrenti di ottimismo e pessimismo. Tuttavia ciò non deve farci dimenticare gli straordinari meriti di questo sistema e l'assenza di

una plausibile alternativa. Il compito vero è ora quello di migliorare il sistema che abbiamo, prima che altre formule proposte comincino ad apparire più attraenti di quanto non siano in realtà. Ogni azione tempestiva ed efficace che riduca la probabilità del ritorno a una regolamentazione molto più vincolante e a un controllo statale diretto non può che costituire un passo nella giusta direzione.