

VIII. Conclusioni: il recente passato come prologo?

Tutti gli sguardi si sono volti verso gli Stati Uniti quando la crescita nella più grande e vivace economia del mondo è bruscamente rallentata nella seconda metà dello scorso anno. Inoltre, la risposta alla spontanea domanda – quale sarà il seguito degli eventi? – ha assunto ancor più rilevanza, in quanto il Giappone non mostrava alcun segno di ripresa durevole, mentre emergevano indicazioni di indebolimento in altre aree. Questi accadimenti confermano che il ciclo economico non è scomparso. Essi evidenziano altresì come le previsioni che si limitano a estrapolare il recente passato siano destinate per definizione a non cogliere i punti di svolta. Questo insegnamento, se vale per gli economisti, vale parimenti per le banche allorché cercano di prevedere le future perdite su crediti.

Tali sviluppi hanno inoltre innescato un dibattito sui limiti insiti in alcuni precetti di politica economica che ancora godono di largo favore. La bassa inflazione, pur rimanendo quanto mai desiderabile, sempre più mostra di essere condizione non sufficiente ad assicurare la stabilità macroeconomica e finanziaria. Analogamente, la presenza di un sistema bancario sano non preclude l'insorgere di turbative finanziarie dirompenti originate da altre fonti. Infine, appare ormai evidente che le autorità monetarie e gli organi di regolamentazione finanziaria non possono continuare a svolgere il proprio compito in modo adeguato senza un efficace dialogo a livello nazionale e internazionale. Purtroppo, queste nuove constatazioni non fanno che confermare l'antica verità che le cose risultano essere sempre più complicate di quanto non appaiano a prima vista.

Il formulare previsioni sulle prospettive di crescita a breve termine negli Stati Uniti è reso più difficile dalla coesistenza di diversi paradigmi concorrenti, ognuno dei quali ha una qualche plausibilità. Un primo paradigma, che potrebbe essere contrassegnato con la denominazione "nuova era", si incentra sul lato dell'offerta. Esso enfatizza l'aumentato potenziale di crescita degli Stati Uniti, l'incremento dei profitti sottostanti come giustificazione dei più elevati prezzi delle attività, e la maggiore capacità delle imprese di evitare forti oscillazioni delle scorte. Si tratta essenzialmente di uno scenario di "atterraggio morbido", che prefigura una ripresa a forma di V. Il secondo è più orientato alla domanda e ha quindi una certa connotazione keynesiana. Stando a questo modello interpretativo, quali che siano gli sviluppi positivi dal lato dell'offerta negli Stati Uniti, la domanda aggregata sarebbe cresciuta troppo rapidamente e troppo a lungo. La correzione di tali eccessi nell'era postbellica ha sempre comportato un periodo di crescita al disotto del potenziale, anche quando l'inflazione misurata non era alta. Il terzo paradigma, che pone l'accento sia sull'offerta sia sulla domanda, ha le proprie radici intellettuali nel pensiero europeo dell'epoca anteriore al conflitto mondiale. Il

ciclo inizia con un'espansione accelerata del credito e un ottimismo magari giustificato da innovazioni tecnologiche, cui fa seguito una fase di "ottimismo eccessivo" e di sovrainvestimento. Esso sfocia in un crollo dei profitti con i connessi effetti sui corsi azionari e, infine, in una ridotta capacità del sistema finanziario di assecondare nuove decisioni di spesa. Evidentemente, quest'ultimo scenario implicherebbe un atterraggio più duro, quand'anche non fosse preceduto da un significativo grado di inflazione a livello aggregato.

Indipendentemente dal paradigma prescelto, si può ritenere che gli andamenti negli Stati Uniti influiscano sugli altri paesi in misura maggiore che in passato, e viceversa. Dal lato dell'economia reale, i legami commerciali si stanno intensificando da decenni. Più di recente, gli investimenti diretti esteri, e in particolare le fusioni societarie, hanno grandemente ampliato il ruolo svolto dalle imprese multinazionali, i cui profitti consolidati riflettono sempre più gli andamenti su scala mondiale. Inoltre, la crescente complessità della catena internazionale delle forniture di manufatti ad alta tecnologia implica che i cicli di prodotto intrinseci di questo settore in rapida espansione abbiano un poderoso impatto in quasi ogni parte del globo. I migliorati mezzi di comunicazione hanno essi stessi facilitato la trasmissione internazionale dei cambiamenti nell'umore e nella fiducia del mercato, con le connesse ripercussioni sui consumi e sugli investimenti.

I mercati dei capitali, la cui dimensione e portata si sono enormemente ampliate negli ultimi anni, generano ulteriori legami internazionali. Rendimenti obbligazionari, prezzi delle azioni, spreads creditizi e premi di rischio hanno infatti mostrato una crescente tendenza a muoversi all'unisono nei diversi paesi, solitamente nella direzione tracciata dagli Stati Uniti. Tali connessioni aumentano anche la probabilità che l'eventuale disfunzione di un mercato si manifesti rapidamente altrove. Ma oltre a essere chiaramente importanti in sé, questi legami potrebbero rendere sempre più difficile la diversificazione del rischio sui mercati dei capitali, in special modo – come si è potuto osservare al tempo della crisi di LTCM – nelle situazioni di forte tensione. Infine, sebbene il consolidamento nel settore finanziario continui a essere un processo eminentemente interno ai paesi, l'espandersi dell'attività transfrontaliera delle maggiori banche offre un altro canale per il cui tramite gli shock possono trasmettersi su scala internazionale.

Alla luce di questi collegamenti, due semplici considerazioni si impongono. La prima è che le misure interne di politica economica hanno riverberazioni internazionali e sono pertanto legittima materia di dibattito internazionale. Il ritardo nella ristrutturazione dei settori finanziario e delle imprese in Giappone potrebbe avere conseguenze rilevanti anche al di fuori del paese, in particolare nell'Est asiatico. Qualora il rallentamento dell'economia USA dovesse durare più a lungo del previsto, un mancato sostegno alla crescita in Europa da parte delle autorità europee sarebbe destinato a ripercuotersi altrove. Inoltre, il modo in cui i responsabili economici negli Stati Uniti potrebbero cercare di smorzare l'impatto di una protratta decelerazione e l'importanza da essi assegnata alle conseguenti variazioni del cambio sarebbero chiaramente di grande rilievo per il mondo, in generale, e per coloro che hanno di recente investito negli Stati Uniti, in particolare. Del pari, le misure dirette a rendere

più resilienti i sistemi finanziari interni sarebbero evidentemente di interesse per le istituzioni estere potenzialmente in grado di fornire nuove risorse sotto forma di capitale e di competenza tecnica.

La seconda considerazione è che occorre una maggiore, e più efficace, cooperazione internazionale. Diventerà tuttavia più difficile soddisfare questa esigenza se i nuovi governi di Washington e Tokyo sceglieranno di concentrarsi in modo più esclusivo sulle problematiche interne, se l'Unione europea sarà assorbita oltremisura dalla questione dell'allargamento e se i responsabili delle economie emergenti si chiuderanno a ogni forma di cooperazione sentendosi emarginati da processi che vedono protagonisti i paesi industriali. Vi è poi il crescente pericolo che, qualora non siano gestiti in modo efficace i risvolti meno gradevoli della globalizzazione, questa lasci il posto a un'evoluzione in senso inverso. Una possibilità è l'eccessivo ricorso a soluzioni regionali. Un'altra, il ritorno a un vero e proprio protezionismo, da molti ancora considerato un'opzione praticabile. Nel caso in cui l'erompere di frizioni commerciali da tempo latenti o il peggioramento della situazione economica dovesse portare alla superficie tali tendenze, queste dovrebbero essere vigorosamente contrastate, affinché non siano compromessi i benefici economici degli ultimi decenni.

Politiche per promuovere la stabilità macroeconomica e la crescita

Una buona politica economica presuppone che si sappia non soltanto qual è l'obiettivo desiderato, ma anche come conseguirlo. Nel momento in cui questa Relazione è andata alle stampe vi era incertezza a riguardo di entrambi gli aspetti. Per molti commentatori è chiaramente desiderabile una ripresa rapida della spesa e della crescita economica negli Stati Uniti. Essa eviterebbe una protratta inflessione del prodotto e concretizzerebbe il potenziale offerto dalla nuova economia. Si possono anche trovare argomenti a favore della tesi secondo cui un tale esito è possibile, anche se richiederebbe verosimilmente un certo sostegno da parte delle politiche economiche. Le attività patrimoniali detenute dai consumatori superano ancora di gran lunga le passività. Gli analisti del mercato azionario continuano a prevedere che i profitti si riporteranno su un sentiero di crescita a due cifre e che gli investimenti aumenteranno di conseguenza. La perdurante forza del dollaro e gli ampi afflussi di capitali negli Stati Uniti sembrano anch'essi dare motivo di ottimismo.

Altri, invece, mettono in dubbio sia la desiderabilità di una tale veloce ripresa, sia la possibilità che essa si concretizzi. Nell'economia statunitense esistono vari e ben noti squilibri finanziari, fra cui i livelli di indebitamento storicamente elevati, tanto delle famiglie quanto delle imprese, nonché il crescente debito esterno. Ciò ha indotto taluni a concludere che una ripresa e un'espansione moderate potrebbero di fatto essere un esito preferibile, giacché consentirebbero di riassorbire gradatamente gli squilibri, scongiurando in tal modo il pericolo di una recessione ancora più grave in tempi successivi. Questa conclusione sarebbe giustificata ove vi sia motivo di dubitare che il tasso di crescita del prodotto potenziale si sia veramente accelerato nella

misura in cui taluni sostengono. Se così non fosse, una ripresa vigorosa potrebbe più facilmente ravvivare le pressioni inflazionistiche.

Per coloro che considerano prudente evitare un brusco recupero dell'attività economica, potrebbe essere un bene che questi stessi squilibri finanziari rendano meno probabile un tale esito. Paiono esservi anche altri fattori, forse alquanto potenti, che agiscono nella stessa direzione. I prezzi delle azioni sono già calati di molto ma, secondo i parametri più tradizionali, la loro valutazione appare ancora elevata. Lo stock di beni di consumo durevoli di recente acquisto e gli investimenti non redditizi in impianti e attrezzature, specie nel comparto informatico, potrebbero senz'altro indurre a posticipare le nuove decisioni di spesa. Qualora la domanda effettivamente si indebolisse, il risvolto negativo di una più veloce crescita della produttività sarebbe un minor numero di ore lavorate e maggiore disoccupazione, con effetti di retroazione sulla fiducia dei consumatori. Le istituzioni finanziarie, per parte loro, una volta che cominciasse ad appuntare l'attenzione sui rischi a cui le espone il calo degli utili aziendali, potrebbero per diverso tempo mostrarsi riluttanti a finanziare nuovi piani di spesa.

La Riserva federale ha inizialmente ritenuto che prevalessero i rischi in senso recessivo. Ai primi di gennaio essa ha dato avvio a un processo di energica riduzione dei tassi d'interesse, proseguito fino a metà maggio. I timori che gli elevati livelli di debito e l'inasprimento degli standard creditizi potessero limitare gli effetti della manovra sono stati mitigati dal fatto che appariva disponibile un margine per attuare, se ritenuto necessario, ulteriori riduzioni. La flessione dei rendimenti benchmark a lungo termine fino al marzo 2001 era coerente con questa aspettativa e con la convinzione che la Riserva federale non sarebbe stata vincolata nella sua azione da aumenti significativi delle pressioni inflazionistiche. Dopo di allora, però, con maggiore frequenza sono state espresse preoccupazioni a riguardo dell'inflazione, considerato che i tassi a lungo termine erano risaliti al di sopra dei valori osservati prima dell'allentamento monetario. I più elevati livelli retributivi, l'inversione di tendenza nella crescita della produttività, le persistenti carenze nell'offerta di energia e le ripercussioni sui prezzi interni di un possibile calo del dollaro sono stati i fattori all'origine delle inquietudini.

Sull'evoluzione a breve termine dell'economia statunitense influirà anche l'assetto definitivo della legislazione sugli alleggerimenti fiscali proposta dalla nuova Amministrazione. Un taglio delle imposte per \$1¼ trilioni, da attuarsi fra il 2002 e il 2011, è già stato approvato dal Congresso. Non è tuttavia sicuro se il testo di legge finale contemplerà anche uno sgravio con effetto nell'anno in corso. La desiderabilità di tale sgravio dipende molto dall'esito macroeconomico prospettato. Nel caso in cui l'economia si riprenda rapidamente, un'espansione fiscale con impatto immediato tenderà a peggiorare il deficit di risparmio presente negli Stati Uniti. Per contro, essa sarebbe ben più opportuna qualora ci si aspettasse un indebolimento pronunciato dell'economia. Il problema, ovviamente, è che questa decisione va presa in anticipo, sulla base di previsioni macroeconomiche altamente incerte.

Quel che si può affermare con assai maggiore certezza è che il ripristino di favorevoli prospettive di crescita dei profitti aziendali contribuirà molto

a mitigare gli effetti di un'eventuale prolungata debolezza dell'economia. Fortunatamente gli Stati Uniti hanno molti attributi positivi a questo riguardo. Sia i mercati del lavoro che i salari tendono a essere flessibili, e la struttura legale per la ristrutturazione di debiti e la chiusura di capacità produttive esuberanti è ben consolidata. Il settore finanziario, pur condividendo le ridotte prospettive di reddito, in linea generale appare solido. Il fatto che l'eccesso di beni d'investimento si concentri nel settore informatico, dove l'ammortamento è solitamente rapido, dovrebbe parimenti essere di ausilio. Inoltre, dopo la crisi delle casse di risparmio dei primi anni novanta, i politici hanno meglio compreso che una risoluzione precoce dei problemi nel settore finanziario è in definitiva assai meno costosa di un atteggiamento di passiva indulgenza.

Non si può dire che questi punti di forza caratterizzino l'economia giapponese. Al contrario, il decennale processo di ristrutturazione delle banche e delle imprese ha lasciato in retaggio un calo tendenziale dei prezzi delle attività, capacità industriali in eccesso e, soprattutto, il perdurare di mediocri prospettive di profitto. I principali ostacoli a un cambiamento di fondo continuano a essere un sistema politico basato su interessi particolari e la cultura del favore reciproco. Le continue iniezioni fiscali e le garanzie a sostegno dell'economia, intese all'origine come rimedio transitorio, sono state sempre più impiegate in alternativa a provvedimenti politicamente scomodi che avrebbero minacciato la sopravvivenza di molte aziende e accresciuto temporaneamente il tasso di disoccupazione. Se con l'avvento del nuovo primo ministro si parla oggi maggiormente di azione, questa potrà concretizzarsi soltanto allorché sarà emerso un consenso politico sull'esigenza di un cambiamento reale.

Un altro malaugurato problema è che il differire la ristrutturazione non soltanto ne accresce i presumibili effetti dolorosi, ma erode altresì il margine a disposizione delle autorità per alleviare queste conseguenze mediante stimoli macroeconomici. I tassi d'interesse ufficiali in Giappone sono di fatto ridiscesi a zero e, dati i prezzi calanti, i rendimenti reali sono tornati a essere positivi. Inoltre, i successivi pacchetti fiscali hanno fatto salire a oltre il 120% il rapporto fra debito pubblico e PNL. Ciò nonostante, qualora fossero portate avanti riforme strutturali proiettate al futuro potrebbe comunque valere la pena di assumere ulteriori rischi su entrambi i versanti della politica economica per far sì che il conseguente aumento della disoccupazione venga compensato da un'accresciuta domanda.

La Banca del Giappone ha già deciso di acquistare una gamma di attività più ampia del normale. È concepibile che essa possa estendere ulteriormente tale gamma, a condizione che il governo fornisca garanzie atte a preservare la sua autonomia al verificarsi di perdite sui crediti. Potrebbe altresì essere preso in considerazione l'acquisto non sterilizzato di attività denominate in valute estere, sebbene in questo caso vada ovviamente anche tenuto conto degli interessi di altre autorità nazionali. Il recente impegno a non rialzare i tassi ufficiali fintantoché l'indice dei prezzi al consumo non cessi di calare è stato senz'altro utile. Nondimeno, potrebbe anche essere opportuno considerare un impegno più esplicito a perseguire un obiettivo in termini di livello dei prezzi o di tasso d'inflazione. Un tale quadro operativo consentirebbe al pubblico

di attendersi una significativa risalita dei prezzi e, di conseguenza, tassi d'interesse reali negativi. Al tempo stesso darebbe una certa assicurazione che non verrebbe permesso agli aumenti dei prezzi di diventare poi incontrollabili, come accadde in circostanze simili negli anni trenta.

Quanto a un ulteriore stimolo fiscale, la sua raccomandabilità dipende dal punto di equilibrio desiderato fra le esigenze di breve periodo e la necessità di un risanamento fiscale a più lungo termine. Il bisogno di stimolo fiscale a breve sarà in parte determinato dai cambiamenti nel clima di fiducia associati al processo di ristrutturazione. Da un lato, le connesse perdite di posti di lavoro rischiano di intaccare la fiducia, ma dall'altro una chiara e risoluta volontà d'azione, in luogo dell'inerzia, potrebbe avere un effetto diametralmente opposto. Ovviamente, se i maggiori esborsi per prestazioni previdenziali fossero finanziati mediante un ridimensionamento degli investimenti pubblici improduttivi, anche un indirizzo fiscale immutato potrebbe apportare vantaggi sostanziali. Per quanto riguarda la necessità di riequilibrare i conti pubblici nel più lungo periodo, occorre evidentemente predisporre al più presto un piano credibile per affrontare il problema. Quel che appare invece più difficile da accettare è che il momento in cui la necessità di ristrutturare in Giappone coincide con un rallentamento dell'economia mondiale sia anche il momento appropriato per dare effettivamente inizio a tale processo.

A confronto delle spinose questioni con cui sono alle prese i responsabili delle politiche negli Stati Uniti e nel Giappone, i problemi che si pongono ai loro omologhi nell'area dell'euro appaiono quasi banali. In prima analisi, non sono ravvisabili importanti squilibri finanziari a livello di famiglie, imprese o amministrazioni pubbliche. Molti paesi hanno inoltre compiuto progressi significativi, anche se poco notati, nel migliorare l'efficienza dei mercati del lavoro e dei prodotti e nell'attuare altre riforme strutturali destinate ad accrescere con il tempo l'efficienza allocativa. Con ciò non si vuol dire che non occorran ulteriori riforme. I regimi contributivi aggravano artificialmente il costo del lavoro, e il carico tributario rimane molto pesante. Alcuni settori abbisognano urgentemente di maggiore deregolamentazione. E vi è una crescente consapevolezza del fatto che i potenziali guadagni di produttività offerti dalle nuove tecnologie potranno essere realizzati appieno soltanto rendendo più flessibili i mercati del lavoro e potenziando la formazione professionale.

Un sintomo di tali problemi di fondo dei mercati europei è il fatto che con il procedere dell'espansione si siano palesate crescenti carenze di manodopera qualificata e che l'inflazione sia rimasta ostinatamente al di sopra dell'obiettivo dichiarato dell'Eurosistema. Quest'ultima considerazione, unitamente alla sensazione che per il resto tutto procedesse bene, contribuisce a spiegare l'atteggiamento "attendista" dell'Eurosistema di fronte agli incipienti segni di rallentamento economico. Va poi aggiunto che molte banche centrali nazionali dell'area dell'euro mostrano tradizionalmente una marcata preferenza per una visione di medio periodo nella conduzione della politica monetaria, rifuggendo pertanto da quello che esse considerano un eccessivo interventismo. A prescindere dalla validità o meno di tale visione, di fatto i responsabili delle politiche in Europa sono rimasti aperti alla possibilità che le

prospettive economiche per l'area dell'euro siano oggi più strettamente legate che in passato a quelle delle altre regioni. Di conseguenza, hanno rilassato leggermente le condizioni monetarie a metà maggio. Essi dovrebbero essere pronti ad allentarle ulteriormente nel caso in cui fattori di natura sia globale che locale determinino un'attenuazione ancora più evidente delle spinte inflazionistiche.

Una possibile fonte di pressioni disinflazionistiche nell'area dell'euro potrebbe essere un significativo recupero della moneta unica, nei confronti forse sia del dollaro che dello yen. Ciò si accompagnerebbe ovviamente a effetti inflazionistici negli Stati Uniti e a un'attenuazione delle pressioni deflazionistiche in Giappone. La logica sottostante a un tale scenario potrebbe essere semplicemente quella di un'inversione spontanea del deprezzamento dell'euro, la cui entità e durata non sono peraltro mai state facilmente spiegabili. Ma un possibile argomento aggiuntivo in favore del rafforzamento dell'euro è l'ipotesi di un protratto periodo di crescita relativamente più rapida in Europa, dovuta principalmente alla dinamica più esitante dell'economia negli Stati Uniti e nel Giappone. Tuttavia, il fatto che l'euro continui a non apprezzarsi in modo deciso rispetto al dollaro seppure questi assunti macroeconomici appaiano sempre più plausibili, induce a considerare un scenario alternativo. Se il dollaro rimane forte, sia perché i mercati si attendono una vigorosa ripresa della crescita negli Stati Uniti sia perché la moneta americana viene vista come un valore rifugio in tempi agitati, il disavanzo della bilancia corrente USA è destinato a rimanere elevato. E ciò potrebbe, prima o poi, comportare un aggiustamento più drastico dei tassi di cambio.

Ancora più difficile è prevedere il futuro corso degli eventi per quanto concerne il rapporto di cambio dollaro/yen. Pare comunque esservi una crescente disponibilità, sia in Giappone che negli Stati Uniti, a tollerare un deprezzamento dello yen, sempre che esso avvenga con gradualità e sia collegato a importanti riforme strutturali in Giappone atte a migliorare le prospettive di crescita a più lungo termine. L'ovvio pericolo è che questo processo possa sfuggire di mano. Alla luce del forte incremento delle importazioni a basso costo che sta già erodendo l'eccedenza commerciale nipponica, dei tassi d'interesse praticamente a zero e dei crescenti dubbi circa la solidità delle istituzioni finanziarie, tale possibilità non può certo essere scartata. Qualora la debolezza dello yen dovesse tradursi in un aumento dei tassi d'interesse in Giappone, con ripercussioni sulle banche che hanno assunto ingenti posizioni in titoli di Stato, essa potrebbe addirittura minacciare la stabilità finanziaria interna. Un'altra conseguenza sgradita sarebbe l'acutizzarsi delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti, dove la posizione commerciale bilaterale nei confronti del Giappone costituisce un'annosa questione politica. E, ovviamente, non è neanche da escludere il pericolo di svalutazioni competitive negli altri paesi asiatici, fra cui potenzialmente la Cina. La recente crisi asiatica dopo tutto è stata provocata in parte dalla forza del dollaro sullo yen nel 1996 e 1997.

Fortunatamente, com'è spiegato nel capitolo introduttivo della Relazione, la maggior parte dei paesi asiatici ha sviluppato nel frattempo una maggiore capacità di resistenza agli shock originati dalle variazioni di cambio

delle monete dei principali paesi industriali. Purtuttavia, talune vulnerabilità rimangono. In molte delle economie asiatiche minori la crescita economica dipende fortemente dalle esportazioni. Questo non sarebbe di certo un male, se non fosse per la quota preponderante dei prodotti elettronici destinati agli Stati Uniti. Un protratto rallentamento dell'economia americana, specie se indotto dalla spesa per investimenti, avrebbe chiaramente notevoli contraccolpi su questi paesi. Inoltre, poiché la Cina è destinataria di una parte più ampia del volume complessivamente calante degli investimenti diretti esteri, molte economie asiatiche non potrebbero più contare sull'effetto ammortizzante di questi flussi.

In siffatte circostanze sarebbe normale fare maggiormente leva sulla domanda interna per stimolare la crescita, e in effetti sono già state prese varie iniziative meritevoli in tal senso. Una crescente preoccupazione, tuttavia, è che la situazione delle finanze pubbliche in diversi paesi asiatici sia divenuta meno solida. Ciò vale per la Cina, dove sono chiaramente necessari miglioramenti nell'amministrazione tributaria, e per l'India in particolare. In molti paesi va poi tenuto conto dei perduranti esborsi di bilancio per la ristrutturazione del settore bancario. Inoltre, dato che in numerosi casi tale ristrutturazione rimane incompleta, è lecito dubitare della capacità del sistema finanziario di generare il credito di cui potrebbe necessitare un'espansione trainata dalla domanda interna. La conclusione ovvia è che la ristrutturazione avrebbe dovuto essere rapida e definitiva. Ora però che si è mancata questa occasione, appare meno chiaro quale sia la via da seguire nelle circostanze presenti. Per alcuni la risposta è semplice: meglio tardi che mai. Va tuttavia anche osservato che, così come nel caso del Giappone, è difficilmente immaginabile un momento meno propizio per intraprendere le necessarie riforme strutturali.

Le vulnerabilità delle altre principali economie emergenti sono di natura alquanto diversa. I paesi dell'America latina sono in generale meno aperti al commercio estero e quindi meno esposti a una flessione della domanda in altre regioni. Il Messico costituisce per certi versi un caso a parte, dati i suoi intensi e sempre più stretti legami commerciali con gli Stati Uniti, ma vi è motivo di sperare che grazie a questa posizione esso benefici di crescenti investimenti esteri in cerca di potenzialità produttive a basso costo. Anche il perdurante vigore del dollaro non sembra causare granché disagio alla maggior parte delle economie latino-americane, con l'evidente eccezione dell'Argentina, sebbene molte di esse presentino ampi disavanzi correnti. I paesi che sono esportatori netti di petrolio hanno tratto vantaggio dal rincaro del greggio, ma di fatto quasi tutti hanno fortemente aumentato la spesa in consumi e le importazioni. Il loro fabbisogno corrente di finanziamento è stato finora coperto da ampi afflussi di investimenti diretti esteri. Essi rimangono però fortemente esposti a eventuali mutamenti di umore dei mercati finanziari internazionali e soprattutto all'aumento generalizzato dell'avversione al rischio che potrebbe conseguire a un rallentamento economico mondiale. Vi sono già stati vari periodi in cui il finanziamento sui mercati obbligazionari internazionali è diventato estremamente oneroso o addirittura impossibile. Molti paesi dell'America latina hanno compiuto progressi considerevoli nel privatizzare e liberalizzare le proprie economie, nel riportare l'inflazione su livelli bassi e nel

creare i presupposti normativi per un quadro di politica monetaria e fiscale sostenibile. Quanto più credibile verrà resa questa cornice operativa a lungo termine, tanto maggiore sarà l'effetto rassicurante prodotto sugli investitori esteri e, di conseguenza, la probabilità che essi non reagiscano negativamente a manovre di breve periodo volte a sostenere la domanda in presenza di shock globali. I problemi attuali dell'Argentina, che ha regolarmente disatteso l'impegno di riformare a fondo le finanze pubbliche e il mercato del lavoro, sono una chiara testimonianza di queste interrelazioni.

In altre parti dell'economia mondiale non è difficile ravvisare squilibri macroeconomici, ma questi appaiono in genere meno rilevanti dei problemi strutturali che sono di impedimento alla crescita. In Turchia, così come in gran parte dell'Africa, nonché in Russia e negli altri paesi della CSI, il problema fondamentale continua a risiedere negli assetti di governo politico e societario. Senza una legislazione adeguata e un sistema giudiziario indipendente, i diritti di proprietà restano incerti e la corruzione permane endemica. In una tale situazione avversa, aggravata in molti paesi dalla quasi totale mancanza di infrastrutture finanziarie, non sorprende che il risparmio e l'investimento interno rimangano su livelli molto bassi e che gli investimenti diretti esteri non siano aumentati in modo apprezzabile. Anche se occorreranno vari anni per porre rimedio a queste carenze di fondo, alla Banca mondiale e al Fondo monetario internazionale va riconosciuto il merito di avere in misura crescente richiamato su di esse l'attenzione del mondo.

Infine, anche in molti paesi del Medio Oriente e dell'Europa centrale sono necessari cambiamenti strutturali. Nel primo caso vanno compiuti sforzi per diversificare la struttura produttiva dell'economia e per ridurre la dipendenza dalla manodopera qualificata estera. Per i paesi esportatori di petrolio vi è da sperare che la perdurante sostenutezza dei prezzi del greggio fornisca loro l'impulso finanziario per compiere una siffatta trasformazione e non offra invece un facile pretesto per differirla nel tempo. Nell'Europa centrale dovrebbe essere dedicata maggiore attenzione al problema della disoccupazione strutturale, nonché alla forte dipendenza dagli afflussi di capitali esteri per il finanziamento degli ampi disavanzi commerciali. Ci si può attendere che le profonde riforme strutturali già intraprese nella regione incoraggino l'ulteriore afflusso di fondi. Nondimeno, è necessario che siano adottate misure volte ad assicurare il mantenimento della stabilità finanziaria nell'eventualità che tali flussi di capitali subiscano un'inversione di tendenza.

Politiche per promuovere la stabilità finanziaria

Nel definire il quadro normativo e regolamentare del settore finanziario, si presenta un ben noto trade-off fra sicurezza ed efficienza. Gli eventi recenti inducono tuttavia a ritenere che questo trade-off abbia una componente dinamica, oltre che statica. Nei sistemi più orientati al mercato pare esservi una maggiore propensione a fornire il capitale di avviamento che consente di realizzare innovazioni in grado di aumentare nel tempo la crescita della produttività. Ma questi stessi sistemi potrebbero erogare credito in misura eccessiva, finanziando in tal modo progetti dubbi e intensificando artificialmente la

concorrenza fra le banche per quelli validi. Di conseguenza, vi è la possibilità che sia i crediti produttivi sia quelli improduttivi si trasformino in sofferenze, con pregiudizio per i prestatori e la solidità del sistema finanziario. Pertanto, le politiche volte a promuovere la stabilità finanziaria dovranno soppesare i benefici di un più rapido ritmo di crescita nel lungo periodo a fronte dei costi di più violenti cicli economici allorché gli eccessi finanziari vengono rimossi. Alla luce di un tale trade-off, è difficile individuare strategie globali ottimali per promuovere la stabilità finanziaria, specie in un mondo in cui le preferenze nazionali divergono ancora sensibilmente; nondimeno, è pur sempre possibile ricercare e attuare misure verosimilmente in grado di migliorare il trade-off.

Nella pratica, le politiche per il rafforzamento della stabilità finanziaria hanno molteplici dimensioni. Un aspetto importante è l'identificazione delle vulnerabilità specifiche che promanano dalla recente evoluzione macroeconomica. Un secondo aspetto consiste nell'individuare le nuove tendenze e i nuovi prodotti al fine di prevederne le possibili ripercussioni sulla stabilità finanziaria. E un terzo è la ricerca dei modi atti a rafforzare ciascuno dei tre pilastri fondamentali su cui poggia il sistema finanziario internazionale: istituzioni finanziarie, funzionamento dei mercati e infrastrutture sottostanti. Significativi passi avanti sono stati compiuti nel periodo sotto rassegna in ognuna di queste tre aree.

Considerando anzitutto la questione delle attuali vulnerabilità, vale la pena di ricordare che il sistema finanziario mondiale ha attraversato un lungo periodo di deregolamentazione e di consolidamento. Di conseguenza, esso è oggi più che mai retto dal mercato, globalizzato, interdipendente e soggetto a rapidi movimenti. Tali caratteristiche hanno reso intrinsecamente difficile riconoscere le fragilità e stabilire quali debbano essere i rimedi. Purtuttavia, si impone l'ovvia domanda: giacché la recente, lunga fase di crescita economica si è accompagnata a una rapidissima espansione del credito e a un'eccessiva esuberanza dei prezzi delle attività, è possibile che un rallentamento economico metta a nudo debolezze nel sistema finanziario che potrebbero accentuare questa evoluzione dell'economia reale?

Una prima serie di argomenti rende meno verosimile questa possibilità. In passato la principale causa di fragilità finanziaria risiedeva solitamente nel livello eccessivo dei prezzi immobiliari; tuttavia, nella recente ripresa essi sono stati relativamente moderati. Per giunta, i tassi ufficiali sono stati innalzati già a partire dalla metà del 1999. Da allora, i ribassi delle quotazioni azionarie hanno ridotto la capitalizzazione globale di \$10 trilioni, ossia un terzo del PIL mondiale. Anche i differenziali di credito si sono ampliati in misura significativa – superando in molti casi i livelli di fine 1998 – essendo stati resi ovunque più stringenti gli standard creditizi. Eppure, malgrado la durata e l'entità di tali shock, i mercati hanno continuato a funzionare in maniera ordinata, e non sono emerse importanti indicazioni di turbative finanziarie.

Un'altra serie di argomenti conduce a conclusioni meno rassicuranti. Il rallentamento dell'attività economica e della crescita dei profitti è di fatto un fenomeno assai recente. Molto dipende da ciò che accadrà nei mesi a venire. Inoltre, se l'esposizione delle istituzioni finanziarie verso singoli paesi o settori economici – ad esempio, l'Argentina, la Turchia o le imprese

tecnologiche – sembra essere gestibile, più attenta considerazione richiedono i rischi aggregati. È senz'altro positivo il fatto che negli ultimi anni le maggiori istituzioni finanziarie abbiano fatto assai più ampio ricorso a prove di stress per valutare quale sarebbe l'impatto di situazioni estreme, ancorché plausibili, e per proteggersi di conseguenza. Malgrado ciò, resta da vedere se esse abbiano considerato adeguatamente il fatto che i rischi di credito, di mercato e di liquidità tendono a muoversi tutti nella stessa direzione in periodi di crisi. Giustamente le autorità di vigilanza, consapevoli di tali interazioni, sono divenute in generale più guardinghe e sempre più propense a chiedersi che cosa comporterebbe il verificarsi di certi scenari.

Fra le nuove tendenze del settore finanziario con potenziali conseguenze per la stabilità sistemica, la più importante è stata forse la rapida diffusione di nuove tecniche per il trasferimento del rischio di credito. Da un lato, esse dovrebbero migliorare la gestione del rischio in quanto sfruttano i vantaggi comparati nell'assunzione del rischio stesso. Inoltre, con l'emergere di mercati liquidi gli operatori saranno meglio in grado di stabilire il prezzo appropriato per l'accettazione del rischio creditizio. Sarà questo un beneficio immenso, di portata forse rivoluzionaria. Dall'altro, alcuni aspetti di tale evoluzione destano timori di natura prudenziale. Siffatte transazioni possono rendere meno trasparente la distribuzione dei rischi all'interno del sistema e con la stessa facilità favorirne tanto la concentrazione quanto la dispersione. Un ulteriore aspetto è che verrà ad accrescersi il ruolo delle società di assicurazione, e ciò non sorprende, dato che questi strumenti di trasferimento del credito sono per lo più assimilabili a polizze assicurative. Ne consegue l'esigenza di una collaborazione sempre più stretta fra autorità di vigilanza dei settori bancario e assicurativo, al duplice scopo di evitare il possibile sviluppo di arbitraggi regolamentari e di garantire che questi rischi siano correttamente controllati e prezzati. Infine, analogamente a quanto avviene per tutti i nuovi strumenti, va posta la questione dell'adeguatezza della documentazione contrattuale e dello status giuridico di tali strutture. Come nei casi della compensazione in sede di liquidazione, delle società veicolo e di molte altre recenti innovazioni, le incertezze di natura giuridica potrebbero essere risolte in modo definitivo solo in via giudiziaria. Nel frattempo, l'unica cosa certa è che in tempi economici più difficili si avrà un netto aumento delle controversie. Pertanto, sarà bene che le autorità di vigilanza esaminino attentamente le concentrazioni delle esposizioni ai rischi giuridici accertati poiché, come ha dimostrato una recente sentenza negli Stati Uniti, le somme in gioco possono essere enormi.

Passando infine alle misure volte a rafforzare le fondamenta del sistema finanziario internazionale, considerevoli sforzi sono stati fatti per migliorare la gestione del rischio presso banche, compagnie di assicurazione e intermediari mobiliari. È stata riservata grande attenzione alle proposte di modifica per un Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, diffuse nel gennaio di quest'anno. L'Accordo originario del 1988 aveva contribuito a innalzare ovunque i livelli patrimoniali. Poiché si basava su di un ristretto numero di coefficienti fissi di ponderazione del rischio, esso presentava il vantaggio della semplicità, ed era stato prontamente adottato come standard a livello mondiale. Con l'andare del tempo, tuttavia, si sono palesate anche le sue

carenze. Dato che impieghi di qualità diversa venivano trattati alla stessa stregua a fini prudenziali, vi era un incentivo a rimuovere dal bilancio i crediti di buona qualità al fine di innalzare il saggio complessivo di redditività. Inoltre, con la crescente sofisticatezza dei metodi interni di valutazione del rischio delle banche, è emerso con maggiore evidenza che i requisiti prudenziali dell'Accordo originario erano sempre meno in grado di garantire un'adeguata copertura dei rischi effettivamente assunti dalle istituzioni.

Il Nuovo Accordo affronta tali aspetti nella loro interezza, ed è quindi necessariamente più complesso. In particolare, esso consente differenti opzioni per il calcolo dei requisiti minimi e cerca di incentivare le banche stesse a migliorare costantemente la loro capacità di gestione interna del rischio. Comune a tutte le opzioni prospettate è una maggiore differenziazione dei crediti a seconda della loro qualità. Di conseguenza, è previsto che il coefficiente patrimoniale a fronte di un dato credito vari nel corso del tempo al variare della sua rischiosità stimata in funzione delle circostanze. Per la prima volta viene affrontata anche la questione del rischio operativo, che sta chiaramente assumendo rilevanza sempre maggiore. Le nuove proposte sottolineano infine l'importanza del processo di controllo prudenziale, segnatamente la verifica delle procedure interne impiegate dalle banche per la valutazione del rischio, nonché la necessità di una loro maggiore trasparenza a riguardo del profilo di rischio e dell'operatività. In quest'ultimo caso, la premessa logica è che la disciplina di mercato, basata su tale trasparenza, incoraggerà comportamenti improntati a maggiore prudenza.

Tutte queste proposte rappresentano sostanziali passi avanti. Tuttavia, di qui al momento della loro entrata in vigore, prevista per il 2004, le autorità di vigilanza, insieme agli operatori del settore, dovranno ancora definire alcuni importanti dettagli. Una questione aperta è la possibilità che le valutazioni interne del rischio varino eccessivamente nel corso del ciclo economico, con la conseguenza indesiderabile di ridurre la base di capitale nei periodi di alta congiuntura e di aumentarla in quelli recessivi. Questo effetto potrebbe essere accentuato dalla tendenza a impiegare orizzonti temporali relativamente brevi e tecniche che si limitano di fatto a estrapolare il recente passato. Fortunatamente, il processo di controllo prudenziale offre un mezzo per trattare questi problemi pratici di misurazione del rischio e di adeguatezza patrimoniale, sempre che naturalmente l'autorità di vigilanza disponga delle risorse, delle competenze tecniche e dei poteri necessari a imporre l'osservanza delle prescrizioni. Soprattutto per gli organi di supervisione di molte economie di mercato emergenti, potrebbe trattarsi di una sfida assai impegnativa.

Un problema strettamente correlato che incide sul funzionamento di tutte le istituzioni finanziarie concerne le recenti proposte di ampliare l'utilizzo della contabilità al valore corrente di mercato. Dal punto di vista della stabilità finanziaria, taluni sostengono che essa migliorerebbe la disciplina di mercato, rendendo gli schemi di bilancio più trasparenti e conformi alle condizioni finanziarie dell'impresa. In particolare, questo metodo comporterebbe l'immediata rilevazione dei guadagni e delle perdite derivanti da mutamenti dei tassi d'interesse e della qualità creditizia. Viceversa, altri temono che gli utili netti e le valutazioni potrebbero variare eccessivamente da un periodo all'altro

e presentare fluttuazioni troppo marcate nel corso del ciclo economico. La conseguenza potrebbe essere un sistema finanziario ancor più prociclico di quanto non lo si reputi attualmente.

Dati i problemi che può comportare la contabilità al valore corrente, una soluzione intermedia suggerita è l'adozione di politiche di accantonamento per perdite su crediti in un'ottica di più lungo periodo. Con le attuali regole contabili, tali accantonamenti tendono di norma a calare con l'espandersi dell'economia e ad aumentare solo nella fase discendente del ciclo. Un approccio maggiormente orientato al futuro consentirebbe di contabilizzare precocemente le perdite attese, accrescendo la potenziale disponibilità di risorse per far fronte all'emergere di insolvenze in periodi di recessione. Purtroppo, anche questa alternativa non è esente da difficoltà. Prima fra tutte è la forte componente discrezionale di questo tipo di accantonamenti, che offre alle banche la possibilità di manipolare i bilanci a fini fiscali o di altro genere. Inoltre, qualora i mutamenti del merito creditizio nel corso del ciclo non siano adeguatamente riconosciuti ex ante, una politica di accantonamenti in funzione prospettica potrebbe comunque avere scarsi effetti pratici. Nonostante queste difficoltà, tale approccio sembra meritevole di ulteriori approfondimenti, così come lo sono le proposte che invitano le autorità di vigilanza a prescrivere una qualche forma di accantonamento automatico all'atto dell'erogazione dei prestiti.

Accanto alla solidità delle istituzioni, l'efficiente funzionamento dei mercati dei capitali è il secondo requisito fondamentale per la stabilità finanziaria. Nel periodo sotto rassegna è stato espresso da più parti il timore che alcuni sviluppi, strutturali o di altra natura, possano ridurre la liquidità di mercato, intesa come possibilità di effettuare transazioni di ingente ammontare senza produrre effetti di rilievo sui prezzi. Fra tali sviluppi figurano la manifesta riduzione e concentrazione del capitale di rischio allocato all'attività di market-making, il ritiro degli hedge funds dalle operazioni di arbitraggio, la standardizzazione delle procedure di gestione del rischio, il crescente utilizzo dell'intermediazione elettronica (caratterizzata in genere dall'assenza di market-makers) e l'offerta calante di titoli di Stato "a rischio zero". Di fatto, i recenti shock non hanno avuto sul funzionamento dei mercati quegli effetti pervasivi osservati nel 1990 e nel terzo trimestre 1998. Va però ricordato che in entrambe quelle occasioni era intervenuto un evento critico di grande portata, ossia il dissesto e il quasi dissesto di un operatore di primaria importanza, rispettivamente Drexel Burnham Lambert e LTCM. Vista l'assenza di eventi analoghi in tempi recenti, si potrebbe sostenere che la liquidità in condizioni di stress non sia stata veramente messa alla prova. D'altra parte si potrebbe anche affermare che quei precedenti episodi abbiano determinato un minore utilizzo della leva finanziaria, che ha di per sé ridotto le probabilità di un blocco dei mercati in situazioni di tensione.

Sebbene non si possa ancora esprimere un giudizio definitivo, sono state nondimeno avanzate diverse proposte pratiche per assicurare che i mercati finanziari continuino a funzionare ordinatamente. Ulteriori progressi nella definizione e applicazione di requisiti concernenti le garanzie e la documentazione dovrebbero accrescere l'idoneità degli swaps ad assumere molte delle funzioni

svolte in precedenza dai titoli di Stato. In Europa una pronta attuazione delle raccomandazioni contenute nel Rapporto Lamfalussy avrebbe il benefico effetto di facilitare l'integrazione di mercati ancora frammentati. Inoltre, dato che l'esperienza ha mostrato quanto rapidamente i timori legati al rischio di controparte possano retroagire sulla liquidità del mercato, dovrebbero essere incoraggiate ulteriori iniziative per migliorare la trasparenza. Da ultimo, le principali istituzioni finanziarie – e in particolare quelle stesse che potrebbero essere ritenute erogatrici di liquidità in periodi di tensione – vengono sollecitate a effettuare per il rischio di liquidità le medesime onerose prove di stress che esse applicano in misura sempre maggiore ai rischi di mercato e di credito.

Il terzo fondamento a sostegno della stabilità del sistema finanziario è un'adeguata infrastruttura finanziaria. In aggiunta ai presupposti contabili e giuridici già menzionati, è essenziale la presenza di sistemi di pagamento e regolamento che continuino a operare indipendentemente dalle sollecitazioni cui sono esposti. Notevoli progressi sono stati compiuti negli anni recenti nell'area dei sistemi all'ingrosso, in particolare con la diffusa adozione del regolamento lordo in tempo reale. Oltre a ciò, la pubblicazione dei *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica* ha fornito al FMI e alla Banca mondiale un'utile serie di parametri da applicare a livello mondiale nelle valutazioni dei paesi. Infine, concreti passi avanti sono stati fatti verso l'istituzione della Continuous Linked Settlement Bank al fine di assicurare che la compensazione e il regolamento delle transazioni in cambi nelle principali valute non comportino più l'insorgenza del rischio Herstatt. Dopo aver indugiato per venticinque anni nel porre rimedio a questa riconosciuta esposizione globale, è necessario compiere con determinazione gli ultimi passi verso una valida soluzione del problema.

Cooperazione nel perseguimento della stabilità finanziaria

Se nell'ambito della cooperazione internazionale si pongono alcuni difficili problemi, vi è almeno una questione altrettanto difficile che va affrontata sul piano interno: quali dovrebbero essere i ruoli rispettivi delle autorità monetarie e degli organi di vigilanza in ordine alla stabilità finanziaria? Si tratta di un quesito rilevante anche laddove la funzione di vigilanza compete alla banca centrale. La questione sta divenendo ancora più pertinente alla luce della tendenza a concentrare in un organismo indipendente la responsabilità della sorveglianza prudenziale sulle istituzioni finanziarie e sui mercati mobiliari.

Quale che sia l'opinione a riguardo di tale tendenza, essa quantomeno evidenzia come possano senz'altro esservi due approcci complementari al problema della stabilità finanziaria, di cui uno rivolto alle istituzioni e l'altro al sistema nel suo insieme. La vigilanza si è tradizionalmente focalizzata sulla solidità delle singole istituzioni in quanto presidio fondamentale a salvaguardia della solidità dell'intero sistema. Per converso, le autorità monetarie hanno avuto la tendenza ad annettere maggiore importanza alla possibilità che il sistema finanziario nel suo complesso sia interessato da shock e cicli generalizzati. Posto che entrambi gli approcci siano ritenuti validi, sembrerebbe allora

normale – nell'interesse della prevenzione delle crisi – che vi sia costante dialogo e cooperazione fra tutte le parti in causa. Se queste sono chiamate a porre rimedio alle fragilità, è necessario che scambino le proprie vedute in proposito. Un siffatto processo consentirebbe inoltre l'instaurarsi di chiare linee di comunicazione e di un clima di fiducia fra le varie istanze, presupposti essenziali per gestire le crisi al loro insorgere. Coloro a cui compete la gestione delle crisi dovrebbero convenire in anticipo quali sono le responsabilità rispettive, affinché le decisioni necessarie siano assunte al momento appropriato.

La cooperazione internazionale per il perseguimento della stabilità finanziaria ha luogo in vari consessi, alcuni dei quali di origine alquanto recente. Invero, si potrebbe anche sostenere che vi sia perfino un eccesso di dialogo. I responsabili devono partecipare a un'interminabile serie di incontri, con il conseguente rischio che le discussioni ripetitive sottraggano spazio a un'analisi fattuale e indeboliscano la volontà di assumere iniziative concrete per prevenire le crisi finanziarie. L'istituzione del Forum per la stabilità finanziaria aveva inizialmente destato il timore che essa non avrebbe fatto altro che aggravare il problema. In pratica, tuttavia, questo consesso si è dimostrato oltremodo efficace nel riunire i principali esponenti ufficiali dei maggiori mercati finanziari, al fine di individuare le fragilità, le aree di sovrapposizione e le restanti lacune nell'affrontare la questione della stabilità finanziaria, nonché di stabilire le priorità. E pur essendo consapevole di dover intraprendere in prima persona parte di questo lavoro, il Forum si è principalmente basato su organismi già operanti per far progredire la cooperazione.

In particolare, il Forum si adopera in misura crescente per incoraggiare l'impiego su scala nazionale di codici e standard concordati internazionalmente a sostegno della stabilità finanziaria. Questo obiettivo richiede almeno quattro linee di azione: fissazione degli standard; valutazione del grado di conformità nei singoli paesi; applicazione degli standard; loro aggiornamento periodico alla luce dell'esperienza pratica. Grandi progressi sono stati compiuti in ciascuno di questi ambiti grazie anche alla disponibilità del FMI e della Banca mondiale a collaborare strettamente con gruppi nazionali di esperti degli organismi di normazione, anche se molto resta ancora da fare. In particolare, alcuni mercati emergenti continuano a mettere in discussione la legittimità di codici stilati essenzialmente da un ristretto gruppo di paesi sviluppati. Essi chiedono che gli standard riconoscano quantomeno la realtà di differenti livelli di sviluppo. Sul piano attuativo, è chiaro che i codici esistenti vanno maggiormente portati all'attenzione delle agenzie di rating e dei prestatori se si vuole che questi ne facciano attivo uso per premiare l'osservanza. Ed è altrettanto chiaro che molte economie di mercato emergenti necessiteranno di assistenza tecnica, presumibilmente su vasta scala.

È parimenti necessario far progredire l'analisi e l'intesa sul modo migliore di gestire e risolvere le crisi finanziarie. Occorre un più vasto consenso sui principi basilari da applicare alla ristrutturazione delle banche deboli allorché l'intero sistema è in condizioni precarie. In aggiunta a ciò, il perdurante processo di consolidamento e globalizzazione del settore finanziario sta creando istituzioni più grandi, più complesse e più internazionalizzate, il cui ambito

operativo comprende spesso varie giurisdizioni prudenziali. Anche se la qualità del management è in genere molto alta, maggiore attenzione deve essere prestata alle modalità con cui procedere nel caso in cui tali istituzioni palesino situazioni potenzialmente critiche. La consapevolezza delle interconnessioni oggi esistenti fra molte di esse ha reso questo compito ancora più pressante. Sarebbe infine auspicabile un più ampio accordo sul ruolo appropriato del FMI nel gestire le crisi di liquidità dei debitori sovrani. Taluni continuano a sostenere che sono necessari ampi programmi di sostegno finanziario a complemento della condizionalità. Essi fanno rilevare la durezza inaccettabile delle soluzioni unicamente basate sul mercato e i pericoli di tensioni politiche e sociali destabilizzanti. Altri pongono l'accento sul rischio di incoraggiare comportamenti imprudenti, specie da parte dei creditori, e propongono l'utilizzo di moratorie del debito e di altri incentivi giuridici al fine di favorire risoluzioni negoziate con i creditori privati.

Non esiste una risposta univoca a quest'ultimo problema, che continuerà a essere dibattuto ancora per decenni. Sembra invece esservi un crescente consenso sul da farsi in merito a molte delle problematiche evocate che hanno implicazioni sotto il profilo sia della prevenzione sia della gestione delle crisi. Un'azione sollecitata in tali aree sarebbe altamente desiderabile affinché il futuro corso degli eventi nella sfera finanziaria non riveli ancora una volta che troppo poco era stato fatto, e troppo tardi.

