

## I. Introduzione: imprevista resilienza a eventi imprevisti

Nel periodo sotto rassegna l'economia e il sistema finanziario mondiali hanno dato prova di enorme resilienza all'urto di shock successivi. Considerati come eventi singoli – la continua correzione dei prezzi azionari, gli attacchi dell'11 settembre, la guerra contro il terrorismo, il fallimento di Enron, il collasso del regime valutario in Argentina e il conflitto in Medio Oriente – ciascuno di questi shock era destinato ad avere sgradevoli ripercussioni economiche. Presi nell'insieme, il loro impatto cumulativo poteva essere assai più grave; le interazioni producono spesso risultati che superano di gran lunga la somma delle parti. Per giunta, questi eventi si sono sovrapposti a un rallentamento economico mondiale che a un certo punto minacciava di aggravarsi seriamente.

Rispetto a quanto ci si poteva attendere, è ragguardevole il fatto che il sistema abbia saputo reggere così bene. Lungi dal continuare a contrarsi, l'economia mondiale sembra aver ripreso a crescere. E sono gli Stati Uniti che, una volta di più, paiono aver spianato la strada, nonostante gli squilibri avvertiti su più fronti. Anche il settore finanziario ha risposto in modo flessibile a questi recenti sviluppi. I sistemi di pagamento e regolamento hanno tenuto bene, persino in una situazione estrema come l'attacco allo stesso distretto finanziario di New York. Il credito in generale ha continuato a fluire liberamente, sebbene a costi più onerosi per i mutuatari giudicati ora meno affidabili. A spiegazione di questa buona performance andrebbero certamente menzionate le politiche macroeconomiche di sostegno, e in particolar modo la politica monetaria. Va tuttavia riconosciuta anche la possibilità che i pluriennali sforzi tesi a promuovere la stabilità finanziaria abbiano cominciato infine a dare risultati. In particolare, l'infrastruttura informatica alla base dei sistemi finanziari mondiali, e i connessi piani di continuità e di backup, sono stati migliorati su vasta scala, grazie all'attenzione loro dedicata in vista del passaggio al nuovo millennio.

Nonostante questi sviluppi molto lusinghieri, e l'aspettativa che essi si protraggano, sarebbe prematuro concludere che ormai tutto vada per il meglio. Certi timori espressi in precedenza potrebbero pur sempre concretizzarsi, e taluni degli shock intervenuti lo scorso anno potrebbero mostrare di avere implicazioni di più lunga durata. Un effetto già ora fin troppo evidente è la profonda erosione della fiducia, nelle informazioni di mercato e nelle persone, che è fondamentale per il buon funzionamento dell'economia. Nel caso Enron, è divenuto chiaro che le cifre su profitti e debiti erano diverse da

come si presentavano. Ciò ha provocato a sua volta una crescente diffidenza non solo nei confronti delle procedure contabili innovative introdotte da altre aziende, ma anche di alcune delle stesse convenzioni di contabilità. Questi sospetti hanno già inciso pesantemente sui corsi delle azioni di alcune società, ma potrebbero esercitare un ulteriore influsso gravoso sulle valutazioni complessive di mercato. Inoltre, le vicende di Enron hanno messo seriamente in discussione la competenza professionale e persino i principi etici di molti individui in posizione di grande responsabilità. Non uno, ma un'intera serie di livelli interni ed esterni di governance si è rivelata inefficace. A ciascun livello erano presenti conflitti di interessi, ma l'elemento comune a tutti era la riluttanza fin troppo umana a porre le domande giuste quando le cose vanno bene.

Per quanto concerne il Giappone, i dubbi si sono concentrati sull'accuratezza delle valutazioni attuali dei crediti in sofferenza nel sistema bancario e sull'attendibilità dei prezzi di mercato soggetti a interventi statali di vario genere. Anche in Argentina la fiducia è stata infranta non solo a causa del deprezzamento del cambio e della connessa inadempienza sul debito sovrano, ma anche del particolare modo in cui questi eventi sono stati affrontati. Scegliendo di riscrivere la legislazione in modi che penalizzavano esplicitamente i creditori, il governo ha dato adito a dubbi fondamentali sull'applicabilità stessa della norma di legge. Alla luce di questi fatti, ci vorrà inevitabilmente un certo tempo per ristabilire un grado adeguato di certezza e di fiducia.

Nondimeno, anche qui è possibile intravedere uno sprazzo di luce dietro alcune delle nubi che hanno oscurato il panorama economico lo scorso anno. Se mai vi è stato davvero un eccesso di fiducia negli ultimi anni, l'affare Enron vi ha, se non altro, posto fine. Anche l'esperienza dell'Argentina fornisce una lezione salutare su come i costi della mancata attuazione dei necessari cambiamenti a livello delle politiche possano salire drammaticamente con il passare del tempo. Infine, è degno di nota il fatto che il fallimento di Enron e l'inadempienza dell'Argentina abbiano potuto verificarsi senza il massiccio intervento pubblico cui si era spesso assistito in passato. Dovrebbe ormai essere perfettamente chiaro che, di fronte a situazioni così dissestate, la scelta non si pone più tra salvataggio e liquidazione. Piuttosto, l'alternativa vera è tra liquidazione controllata o incontrollata. Per quanto concerne le crisi sovrane, si può affermare che nel dibattito su quest'ultimo punto sono stati compiuti più progressi nei dodici mesi passati che non negli ultimi cinque anni.

## Un anno difficile per l'economia mondiale

Il recente ciclo economico è stato atipico per diversi aspetti. In alcune economie industriali, ma soprattutto negli Stati Uniti, la crescita era stata sorretta da elementi oggettivi che suffragavano la fede in una "nuova era" di più rapido sviluppo della produttività e, quindi, dei profitti. L'espansione creditizia, i prezzi delle attività e gli investimenti fissi erano tutti aumentati rapidamente, specie nei settori che si riteneva avrebbero tratto i maggiori benefici dalle recenti innovazioni tecnologiche. Anche la seguente fase contrattiva risulta anomala, nel senso che non è dovuta principalmente a

un classico inasprimento della politica monetaria di fronte all'acuirsi delle pressioni inflazionistiche. Piuttosto, essa è stata innescata da una forte contrazione dei profitti negli Stati Uniti, di riflesso a un ridotto potere di determinazione dei prezzi e a un aumento delle retribuzioni. In effetti, i guadagni reali di produttività sono andati a beneficio del settore famiglie. In siffatto contesto, e ulteriormente incalzato dai crescenti prezzi dell'energia, il settore imprese nelle economie industriali ha liquidato le scorte e tagliato gli investimenti su vasta scala nel 2001.

La fase discendente è stata tuttavia mitigata dalla straordinaria tenuta della spesa per consumi. Ciò è tanto più degno di nota in quanto per i consumatori era globalmente aumentata l'esposizione ai rischi di un deterioramento della situazione delle imprese. Le attività finanziarie detenute dalle famiglie si erano accresciute considerevolmente, non da ultimo per effetto di piani pensionistici a contribuzione predefinita, che hanno perso non poco del loro valore dalla primavera del 2000. In molti paesi si è osservato anche uno spostamento a favore di contratti d'impiego che facilitano i licenziamenti e la riduzione dei salari durante le recessioni. Questi influssi contrattivi paiono essere stati compensati dal costante aumento di prezzo delle abitazioni in numerosi paesi, così come dal fatto che i valori di molte attività finanziarie sono tuttora ben superiori ai livelli di cinque-dieci anni or sono.

Il rallentamento sincrono dell'economia mondiale e la ripresa comune che pare essere in atto sono stati interpretati da alcuni osservatori come la conferma di una crescente globalizzazione. In un ciclo indotto dai profitti ci si può in effetti attendere che Europa e Nord America procedano maggiormente allineati, specie se si considera la portata delle fusioni e acquisizioni transatlantiche nell'ultimo decennio. Inoltre, come notato in precedenza, un aspetto centrale degli eventi recenti nei paesi industriali è stata la condivisione degli shock. Nondimeno, prima di concludere che il mondo è fundamentalmente cambiato va tenuto presente che i cicli sincroni erano già consueti negli anni settanta e ottanta. Per giunta, la lunga recessione dell'economia giapponese potrebbe dare per un certo tempo l'illusoria impressione di un sincronismo delle fasi contrattive, anche se la svolta discendente negli altri paesi si è compiuta per ragioni del tutto indipendenti.

Gli sviluppi economici nei mercati emergenti si spiegano in buona parte con le stesse forze recessive che hanno agito sui paesi industriali, sebbene l'entità dell'impatto sia variata considerevolmente. L'influsso negativo è stato particolarmente evidente nell'Est asiatico, a causa della forte dipendenza di molti paesi dalle esportazioni di prodotti legati alle tecnologie informatiche. Essendo più chiuse, le economie latino-americane, con la rilevante eccezione del Messico, hanno avvertito in maniera più attenuata l'impatto delle forze esterne. Molti paesi dell'Europa centrale paiono essere rimasti pressoché immuni dal rallentamento, mentre in Russia la crescita è stata persino più vigorosa del previsto, in virtù delle riforme strutturali e del perdurante elevato livello degli introiti petroliferi.

Nello stesso tempo, l'evoluzione dei mercati emergenti ha presentato profili distinti, alcuni in meglio, altri in peggio. Fra i primi sono certamente da annoverare la perdurante, rapida crescita in Cina e l'espansione, più lenta ma

pur sempre considerevole, in India. Anche in Indonesia sono emersi i primi segni di un possibile recupero dell'economia. Questi sviluppi propizi hanno apportato sostanziali benefici a un vasto numero di persone, molte delle quali vivono ancora in condizioni di estrema indigenza. All'altro estremo, le crisi economiche che hanno colpito la Turchia e l'Argentina sono state entrambe molto onerose ma, accanto a sostanziali analogie, presentano caratteristiche diverse.

In Argentina, così come in Turchia, il problema fondamentale di lunga durata era rappresentato dalla situazione della finanza pubblica. Inoltre, in entrambi i casi a innescare la crisi di fiducia è stato il modo in cui un regime valutario eccessivamente rigido ha interagito con un sistema bancario vulnerabile ai movimenti del cambio. Ciò ha causato una fuga di capitali sia interni che esteri. Nel caso della Turchia, un quadro di politica economica accettabile e sostanzialmente tradizionale ha potuto essere concordato in tempi brevi con il FMI. Per contro, la situazione dell'Argentina risultava molto più intricata, data l'estesa dollarizzazione dell'economia, l'entità dell'inadempienza sul debito sovrano e i conflitti tra le varie componenti dell'apparato statale. La maniera discontinua e destabilizzante in cui le autorità argentine sono poi intervenute nell'operatività del sistema bancario, in gran parte di proprietà estera, ha praticamente messo in ginocchio tanto il sistema dei pagamenti quanto l'economia.

## Resilienza finanziaria all'impatto degli shock

Alla luce di questi eventi drammatici, non sorprende che lo scorso anno l'economia mondiale abbia subito un rallentamento dello sviluppo. Nondimeno, il quadro delineatosi verso la fine del primo semestre 2002 fa ritenere che la contrazione ciclica sia stata relativamente blanda, e che una ripresa globale equilibrata sia ormai in atto. Segni in tal senso sono evidenti soprattutto nel Nord America, ma sono ravvisabili anche nell'Est asiatico e in Europa, e ad essi si è accompagnata una revisione verso l'alto delle previsioni congiunturali. Mentre le oscillazioni delle scorte, specie nel settore delle tecnologie informatiche, hanno svolto un ruolo cruciale sia nella fase di rallentamento sia nella svolta ascendente, vi sono prime indicazioni che anche la domanda finale sia in aumento, unitamente alla produttività e ai profitti. È inoltre degno di rilievo il fatto che siano stati molto contenuti gli effetti di contagio prodotti dalle crisi turca e argentina su altre economie emergenti. Alcune spiegazioni di questo fenomeno, insieme ad altri sviluppi positivi nel periodo in esame, sono illustrate di seguito.

Una ragione di questa evoluzione positiva è la resilienza mostrata dal sistema finanziario mondiale, e in primo luogo la solidità della sua infrastruttura. Gli eventi dell'11 settembre hanno pregiudicato il funzionamento dei mercati azionari, obbligazionari e monetari USA all'incirca per una settimana, ma il sistema globale ha funzionato efficacemente anche all'indomani della massiccia devastazione subita da uno dei principali centri finanziari mondiali. Analogamente, dopo il tracollo di Enron, uno dei colossi energetici mondiali, il mercato dell'energia ha continuato a funzionare normalmente.

E nonostante tutti questi straordinari accadimenti, le basi giuridiche di un'intera gamma di nuovi strumenti finanziari, tra cui le società veicolo e i meccanismi per il trasferimento del rischio di credito, si sono rivelate solide.

Anche la reazione dei singoli mercati finanziari è stata coerente con una valutazione pacata delle mutate circostanze. Non vi è stata una fuga affannosa verso la liquidità, come quelle osservate dopo il quasi collasso di LTCM e la crisi russa nel 1998. Le maggiori borse nordamericane ed europee hanno proseguito la loro lunga fase discendente fino agli inizi dell'autunno dello scorso anno, ma non molto tempo dopo la caduta seguita all'11 settembre esse hanno ripreso a salire con il rischiararsi delle prospettive economiche. Inoltre, l'andamento al rialzo è proseguito nel 2002 prima di arrestarsi, a livelli di valutazione storicamente elevati, sotto l'impatto congiunto delle rivelazioni sul caso Enron e delle notizie sempre meno rosee sul fronte dei profitti aziendali. Gli altri mercati su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno per lo più registrato oscillazioni analoghe. Essi sono calati, risaliti e nuovamente scesi quando l'ottimismo nei confronti dell'economia USA è aumentato e poi svanito, mentre sono state in gran parte ignorate le divergenti prospettive europee. L'effetto complessivo è stato tuttavia un calo dei costi nominali dell'indebitamento sul mercato dei titoli societari, scesi ai minimi storici nel settembre scorso e rimasti sostanzialmente invariati da allora.

In alcuni altri mercati si sono manifestati più chiari segni di tensione. Ciò vale soprattutto per il segmento USA della commercial paper, dal quale i prenditori con più basso rating sono stati praticamente estromessi, mentre ad altri sono stati applicati tassi d'interesse più elevati. La flessione nello stock di carta commerciale emessa da istituzioni non finanziarie nel 2001 è stata la più forte mai registrata finora. Nondimeno, molte imprese hanno potuto ancora rifarsi ad accordi prenegoziati con le loro banche, anche se queste hanno avvertito un crescente disagio in considerazione delle perdite su crediti già subite con la svolta recessiva. Il mercato delle obbligazioni societarie, per contro, si è mostrato sempre più ricettivo, e le emissioni sono salite a livelli senza precedenti. Questi collocamenti di titoli a lungo termine, benché più costosi degli strumenti a breve, dovrebbero attenuare per un certo tempo i problemi di liquidità delle imprese.

Vi sono due altri aspetti degli sviluppi recenti che illustrano la resilienza del sistema finanziario globale. Anzitutto, in molti paesi industriali i consumatori hanno potuto fruire di un accresciuto accesso ai crediti al consumo e ai mutui ipotecari, di cui si sono avvalsi sia per rimborsare debiti più costosi sia per aumentare la spesa in consumi. Sebbene in misura molto meno pronunciata, un fenomeno analogo è osservabile in alcune maggiori economie emergenti, tra cui Cina, Corea, India e Messico. In paesi con saggi di risparmio interno inizialmente bassi, tali prestiti hanno dovuto essere finanziati, almeno in parte, con afflussi di capitali dall'estero. Negli Stati Uniti, in particolare, le agenzie di credito ipotecario di emanazione governativa hanno avuto enorme successo nel collocare obbligazioni direttamente presso non residenti.

Il secondo aspetto di rilievo degli sviluppi finanziari recenti è anch'esso collegato ai flussi di capitali internazionali. In un contesto globale destinato ad accrescere l'avversione al rischio degli investitori, il finanziamento esterno di

paesi con disavanzi dei conti correnti avrebbe potuto risultare improvvisamente più difficile. In realtà, così non è stato. Nell'ambito dei paesi industriali, il fabbisogno di finanziamento esterno degli Stati Uniti ha continuato a essere soddisfatto agevolmente. Lo stesso è accaduto in genere per le economie emergenti. È pur vero che le banche hanno ridotto ulteriormente i loro crediti sull'estero; tuttavia, da tempo le istituzioni attive a livello internazionale hanno la tendenza a fare crescente affidamento sulla presenza e sulla raccolta in loco per erogare crediti ai paesi emergenti. D'altra parte, i prenditori che si sono rivolti ai mercati obbligazionari internazionali per la loro provvista hanno continuato ad avere facile accesso. Nel periodo in esame gli spreads sul debito sovrano si sono addirittura ridotti per paesi come la Corea e il Messico, le cui politiche sono state giudicate sane, mentre il contrario è avvenuto (talora in misura drastica) per paesi come la Turchia, l'Argentina e il Venezuela. Inoltre, gli investimenti diretti esteri hanno continuato a fluire verso un certo numero di destinatari preferenziali, in particolare Brasile, Cina e Messico, e in alcune economie emergenti anche i corsi azionari si sono mossi al rialzo. Nell'insieme, l'esito è stato fortunatamente ben diverso da quel contagio indiscriminato che taluni temevano potesse propagarsi dalle crisi turca e argentina.

## Fattori alla base della resilienza dell'economia mondiale

Quali sono le ragioni della resilienza mostrata dall'economia e dal sistema finanziario mondiali? Le iniziative ufficiali sembrano fornire almeno in parte una risposta. Le politiche macroeconomiche di stimolo hanno chiaramente contribuito a sostenere la domanda aggregata. Su un piano più congetturale, le misure adottate negli ultimi anni per promuovere la stabilità finanziaria hanno cominciato forse a dare i loro frutti. E, ancora più a monte, diversi paesi hanno operato nel senso di liberalizzare i mercati del lavoro e dei prodotti e di aumentare la produttività. Fra i benefici attesi da tali politiche si è sempre ritenuto che rientrasse una crescita più stabile e mediamente più veloce.

L'azione più palese sul piano delle politiche è stato il netto allentamento monetario attuato in quasi tutti i paesi. Anche se per alcune economie gli effetti ritardati di precedenti incrementi di prezzo del petrolio continuavano a essere fonte di preoccupazione, in generale le pressioni inflazionistiche di fondo sono state considerate deboli. Di conseguenza, le autorità monetarie hanno avuto a disposizione un consistente margine di manovra, che molte di loro hanno per giunta sfruttato in modo aggressivo.

In nessun altro paese ciò è apparso così evidente come negli Stati Uniti, dove il tasso ufficiale è stato abbassato drasticamente e a più riprese nel 2001, e da allora mantenuto ai minimi storici. Un fattore determinante può essere stata la percezione che alcuni canali tradizionali attraverso cui agisce la politica monetaria non funzionassero come previsto. Quando i tassi a breve sono diminuiti, quelli a lunga sono calati per poi risalire, e il cambio effettivo del dollaro si è a sua volta apprezzato. I corsi azionari hanno continuato a indebolirsi, anche se forse più lentamente di quanto sarebbe avvenuto senza la distensione monetaria. Pur riconoscendo che alcuni di questi sviluppi testimoniavano di un certo ottimismo nel futuro da parte del mercato, la

Riserva federale ha chiaramente ritenuto che vi fossero validi motivi per agire con risolutezza. Un secondo fattore potrebbe essere stato l'insegnamento tratto dall'esperienza del Giappone dove, in presenza di prezzi calanti e di tassi nominali praticamente azzerati, vi era il reale pericolo di incrementi cumulativi dei tassi reali e di effetti deflazionistici sul debito. Inoltre, una gamma di risposte monetarie meno usuali, tra cui livelli sempre più alti di riserve bancarie, non è riuscita finora a capovolgere la situazione del paese.

Anche la BCE ha ridotto il proprio tasso ufficiale in risposta alle condizioni economiche. La flessione assoluta è stata peraltro più modesta in considerazione della dinamica dell'inflazione rimasta ostinatamente al di sopra dell'obiettivo. Inoltre, per gran parte del 2001 la decelerazione della crescita è stata molto più moderata nell'area dell'euro che non negli Stati Uniti. Il quadro si presenta simile per la maggior parte dei paesi industriali con obiettivi di inflazione e per molte economie emergenti. Relativamente a quest'ultimo gruppo, la recente diffusione dei regimi di cambio fluttuante (anche se in alcuni casi fortemente pilotato) ha offerto un nuovo canale attraverso il quale potrebbe agire un allentamento monetario. Ovviamente, la misura in cui questa nuova libertà di manovra poteva essere sfruttata è dipesa in larga parte dalla credibilità dei regimi monetari nei paesi in questione. In termini generali, e sostanzialmente in linea con l'esperienza storica, le banche centrali in Asia sono state meno soggette a vincoli di quelle dell'America latina.

Le politiche di stimolo fiscale hanno parimenti contribuito a sostenere l'economia globale. In linea di massima, i paesi con migliori precedenti in termini di finanza pubblica hanno potuto impegnarsi in tal senso più di quelli con un passato di minor rigore fiscale. La gamma delle misure è variata da un significativo ampliamento del deficit strutturale negli Stati Uniti a una restrizione vera e propria nel caso del Giappone. I paesi nell'area dell'euro hanno ritenuto di poter coniugare la flessibilità del Patto di stabilità e crescita con tagli d'imposta senza compromettere il loro impegno di lungo periodo a un orientamento fiscale sostanzialmente neutro. Uno stato di cose altrettanto differenziato è prevalso nei mercati emergenti. Mentre in Asia molti governi hanno operato un significativo allentamento della politica di bilancio, alcuni paesi latino-americani sono stati vincolati dalle pressioni del cambio o da leggi volte ad assicurare il rigore di bilancio dopo anni di lassismo. Il Messico, ad esempio, pur risentendo pesantemente del rallentamento dell'economia statunitense, ha dovuto compensare con tagli di spesa il calo delle entrate tributarie dovuto al ribasso dei prezzi petroliferi nel 2001.

Come si spiega il fatto che nel periodo in esame i mercati finanziari abbiano risposto in modo così efficace? La riduzione dei tassi ufficiali ha sicuramente concorso a questo risultato. Oltre a ciò, la diversificazione e la flessibilità dei mercati finanziari sono notevolmente aumentate in molte economie dopo diversi anni di deregolamentazione. Le società, specie nel Nord America e in Europa, hanno avuto accesso a fonti alternative di finanziamento quando, nel corso del 2001, le fonti iniziali si erano prosciugate. In numerosi paesi le famiglie sono state anche in grado di modificare il profilo temporale delle decisioni di spesa rivolgendosi a nuovi mercati per la raccolta di fondi. Ciò ha rappresentato in parte un benefico effetto secondario dei

crescenti prezzi delle abitazioni e della maggiore disponibilità di garanzie collaterali. Tuttavia, il fenomeno ha rispecchiato anche l'accresciuta capacità delle istituzioni finanziarie di impiegare strumenti di trasferimento del credito per ridistribuire le esposizioni connesse con questi nuovi crediti. Inoltre, i mercati derivati, e in particolare i segmenti in rapida espansione per il trasferimento del rischio di credito, hanno anche consentito a molti operatori economici di condividere con altri le ramificazioni dei vari shock cui hanno dovuto far fronte di recente.

Più in generale, negli ultimi anni le esigenze di finanziamento sono state soddisfatte più dai mercati che dagli intermediari finanziari come le banche. Ciò ha ridotto la probabilità di danni collaterali prodotti dagli shock attraverso il sistema dei pagamenti, pur non avendola chiaramente eliminata. Gli attacchi terroristici dell'11 settembre avrebbero potuto causare la paralisi totale dei mercati se la Riserva federale e, in minor misura, altre banche centrali non fossero intervenute con abbondanti iniezioni di liquidità per assicurare l'adempimento degli obblighi di pagamento.

Un quesito strettamente correlato riguarda le ragioni per cui gli effetti di contagio prodotti dalle crisi turca e argentina siano stati così contenuti. La spiegazione principale va sicuramente ricercata nella diffusa adozione di regimi di cambio flottante. Anzitutto, entrambe le crisi si sono sviluppate in un arco di tempo abbastanza lungo, permettendo agli investitori esposti verso i mercati emergenti di riallocare i loro fondi in modo relativamente ordinato. Inoltre, a seguito delle crisi precedenti, gli investimenti ad alto grado di leva nelle economie emergenti paiono essere alquanto diminuiti rispetto al passato, un'evoluzione che potrebbe essere collegata alla minore importanza negli ultimi anni dei grandi hedge funds macrodirezionali. Ma un altro fattore importante sembra essere rappresentato dalla crescente capacità degli investitori di distinguere i crediti buoni da quelli cattivi e di effettuare le loro scelte allocative in conseguenza.

Questa accresciuta capacità selettiva riflette un altro fondamentale cambiamento che ha influenzato la condotta delle istituzioni finanziarie negli ultimi anni, migliorando così il funzionamento dei mercati. Pare in generale essere notevolmente aumentata la consapevolezza del fattore rischio da parte delle istituzioni finanziarie, specie per quanto riguarda le esposizioni connesse con i mutui concessi a fronte di immobili commerciali. Le istituzioni hanno sviluppato nuove e perfezionate metodologie di misurazione dei rischi, compiendo significativi progressi nel porre in atto sistemi per una loro efficace gestione. Nei paesi in cui esse effettuavano da tempo una più accurata valutazione di prezzo dei rischi, i loro bilanci si sono trovati in condizioni decisamente migliori per affrontare il rallentamento economico.

Una parte del merito di questo cambiamento nella cultura del rischio va al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e al connesso impegno dei suoi omologhi per i settori assicurativo e mobiliare. Mentre prosegue il riesame e la revisione dei Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria, ed è in corso di definizione il testo definitivo del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale, il processo interattivo per elaborare questi nuovi principi guida si è già rivelato di immenso ausilio. Non meno preziosa è stata la fattiva



partecipazione del FMI e delle istituzioni della Banca mondiale nell'accertare il grado di osservanza di questi criteri nei mercati emergenti e nel fornire assistenza ai loro governi affinché vengano apportati i necessari miglioramenti. Sono state anche adottate misure complementari per rafforzare sia il funzionamento che l'infrastruttura dei mercati. Dato atto di ciò, molto resta da fare per fronteggiare le fragilità finanziarie che permangono, un punto questo su cui si ritornerà nelle Conclusioni di questa Relazione.

Lo scorso anno sono state esplorate anche altre vie per migliorare la cooperazione fra quanti si adoperano nell'interesse della stabilità finanziaria nei singoli paesi e a livello mondiale. I Governatori delle banche centrali del G10 e gli organi di vigilanza autonomi hanno cominciato a interagire su base più regolare che in passato. Un importante beneficio atteso è la migliore comprensione reciproca dei vantaggi che comporta il concentrare l'attenzione non solo sulla solidità di singole istituzioni, ma anche sulla potenziale esposizione dell'intero sistema a shock comuni. Questo dibattito è anche un utile complemento di quello che si svolge in seno al Forum per la stabilità finanziaria (FSF), dove è stata ulteriormente ampliata la rete internazionale di funzionari impegnati in tali problematiche. Nel 2001 il FSF ha inoltre iniziato a organizzare riunioni a livello regionale. Un importante obiettivo era lo scambio di opinioni sulle vulnerabilità e sui modi in cui l'adozione di standard finanziari internazionali potrebbe contribuire a ridurle. L'idea centrale alla base del lavoro del Forum è che i singoli paesi ricaverrebbero enormi vantaggi dal disporre di sistemi finanziari interni efficienti e stabili. Ed è questo interesse soggettivo, più che la necessità di contribuire a qualche generica iniziativa internazionale, che dovrebbe fornire la motivazione principale ad attuare le riforme finanziarie interne. Nondimeno, il Forum si sta anche adoperando per migliorare la comprensione da parte dei mercati dell'importanza di questi standard internazionali, cosicché con il tempo ne venga sempre più premiata l'applicazione e penalizzata l'inosservanza.

Infine, e per quanto paradossale possa sembrare alla luce degli sviluppi in Argentina, lo scorso anno sono stati compiuti progressi anche nella definizione di procedure più ordinate per la risoluzione delle crisi di liquidità di mutuatari sovrani. Anzi, i caotici eventi in Argentina potrebbero persino aver contribuito a questi progressi. Dopo molti anni di disaccordo tra alcuni dei maggiori paesi industriali, i più recenti comunicati del G7 e del G10 mostrano che esiste ora un sostanziale consenso sul modo di procedere. Anche se ci vorranno forse anni per raggiungere un pieno accordo e renderlo operativo – e come sempre la difficoltà sta nei dettagli – sembrano esservi oggi maggiori motivi di ottimismo sulla possibilità di pervenire a risultati pratici di quanti non ve ne siano stati da diverso tempo.