

## VIII. Conclusioni: verso una crescita mondiale più equilibrata

L'economia mondiale è posta di fronte a un dilemma decisivo che si acuisce con l'andar del tempo: come appianare gli squilibri nella crescita e nei saldi con l'estero delle principali aree economiche, preservando al tempo stesso una vigorosa espansione globale? La possibilità che gli investimenti subentrino alla spesa per consumi negli Stati Uniti, qualora questa dovesse rarefarsi, non è il solo aspetto importante della questione. Dopotutto, l'economia statunitense beneficia del sostegno di politiche monetarie e fiscali decisamente espansive, oltre che del recente deprezzamento del dollaro. Ciò che invece preoccupa di più è se nel resto del mondo, soprattutto nell'Europa continentale e in Giappone, la domanda interna riuscirà a riprendere quota dopo un lungo periodo di debolezza. In tale contesto, il calo del dollaro rappresenta a un tempo una sfida e un'opportunità per le economie il cui cambio reale tende ad aumentare. L'apprezzamento delle valute si limiterà a rallentare la crescita di questi paesi – e forse, a sua volta, la stessa crescita globale – o non aprirà piuttosto la strada a riforme strutturali e a politiche più espansive di gestione della domanda, in grado di migliorare significativamente la performance dell'economia negli anni a venire?

Nell'immediato, le prospettive di crescita dipenderanno in ampia misura da due parametri economici fondamentali: la propensione al risparmio e la propensione ad assumere rischi. Entrambi hanno subito di recente repentini mutamenti, che racchiudono in sé un notevole grado di incertezza sul futuro andamento dell'economia.

La dinamica della propensione al risparmio assume particolare rilevanza negli Stati Uniti, la cui economia ha dato un enorme impulso alla domanda globale per quasi un decennio. Il declino nel lungo periodo dei saggi di risparmio delle famiglie statunitensi è stato notevole e, tramite i suoi effetti sul conto corrente, ha sorretto considerevolmente la domanda mondiale. Flessioni analoghe sono state osservate in diversi altri paesi, accompagnate spesso da un sostanziale accumulo di debito sia interno che estero. È ipotizzabile che, con il tempo, movimenti di tale ampiezza subiscano un'inversione, almeno parziale, a scapito della spesa interna di quei paesi e della capacità di esportazione di altre economie. In Asia, dove i saggi di risparmio sono parimenti diminuiti pur rimanendo in genere su livelli molto più elevati, si è fatto spesso ricorso a strategie imperniate sulle esportazioni per stimolare la crescita della domanda. Mantenere siffatte strategie in presenza di un aumento del risparmio internazionale equivarrebbe a inibire l'espansione mondiale complessiva. In tale contesto, e con un'inflazione già su bassi livelli, non è inconcepibile che possano altresì emergere problemi di deflazione più generalizzata.

Certo, è possibile – quantunque meno probabile – che nelle economie con scarsa propensione al risparmio la spesa continui a crescere a ritmi sostenuti, e che i capitali continuino ad affluirvi senza ostacoli, o in misura persino maggiore, dai paesi con alti tassi di risparmio. A rilevare non è tanto lo stock di debito estero, quanto la capacità di assicurarne il servizio attraverso il potenziale produttivo sottostante. I fattori decisivi per seguitare ad attrarre flussi di capitali sarebbero un aumento della produttività a tassi relativamente elevati, nonché l'abilità di trasformare gli accresciuti livelli di efficienza in una più alta remunerazione del capitale. La performance degli Stati Uniti negli ultimi anni è degna di nota per ciò che concerne il primo aspetto, non altrettanto per il secondo.

Un ulteriore fattore che condiziona le prospettive nel breve termine è l'atteggiamento degli investitori verso il rischio. Da un lato, le inadeguatezze in materia di governo societario hanno ingenerato una profonda diffidenza nei confronti delle informazioni contabili. La possibilità di sviluppi negativi è percepita ora assai più chiaramente che non nella recente fase di lunga espansione. L'esperienza delle perdite di capitale registrate in passato consente oggi di valutare meglio la vulnerabilità delle istituzioni finanziarie inclini al rischio. Questo mutato atteggiamento potrebbe facilmente ridurre la disponibilità sia dei creditori sia dei debitori ad assumere rischi, e quindi frenare la crescita. Dall'altro lato, proprio il recente dinamismo dei mercati azionari e il sensibile calo degli spread societari potrebbero segnalare il ritorno di una più generale propensione al rischio.

Ciò che si può invece affermare con assai maggiore certezza è che, a medio e a lungo termine, le prospettive di una più equilibrata espansione dell'economia dipenderanno anche dai mutamenti nelle politiche dei paesi industriali con radicati problemi strutturali. Per decenni la Germania e il Giappone hanno entrambi risentito di gravi rigidità, acuite dalla riunificazione del paese nel primo caso e dallo sgonfiarsi della bolla dei prezzi degli attivi nel secondo. Per appianare le difficoltà dal lato dell'offerta, le due economie hanno puntato su strumenti di politica fiscale e su una crescita trainata dalle esportazioni. Oggi, queste linee d'azione potrebbero essere prossime ai limiti della loro efficacia.

Una questione correlata interessa una gamma molto più ampia di paesi. L'apertura delle economie emergenti e in transizione, con il trasferimento di moderni metodi di produzione, ha già determinato eccezionali aumenti di produttività e spinte al ribasso sui prezzi dei beni. Ciò pone problemi a numerosi produttori da tempo affermati sul mercato, pur ampliando le opportunità di vendita di molti altri. Ne consegue la necessità che l'ormai consolidata tendenza dell'area industriale a muovere verso un'economia basata sui servizi acceleri il passo. A meno che non si creino nuovi posti di lavoro in settori innovativi, o che non si correggano adeguatamente le retribuzioni, tale stato di cose è destinato a innalzare la disoccupazione in modo duraturo. Ma il problema dell'aggiustamento non riguarda solo il mondo industriale. I paesi dell'Est asiatico, ad esempio, dovranno conformarsi alla crescente importanza della Cina e di un'economia come quella dell'India che, grazie al processo di liberalizzazione, sembra seguirla da vicino. Anch'essi hanno ereditato

dallo scorso decennio problemi finanziari non ancora risolti, che potrebbero dissuadere i prestatori dal finanziare gli indispensabili cambiamenti.

In termini più generali, non è mai stata così avvertita l'esigenza di rispondere in maniera flessibile all'evoluzione futura, tanto più che l'alternativa potrebbe essere un ritorno al protezionismo. I timori al riguardo sono stati acuiti dai modesti progressi compiuti sinora nei negoziati commerciali del Doha Round e da attriti fra le due sponde dell'Atlantico. Le spinte deflative e la necessità di onerosi aggiustamenti alla situazione venutasi a creare con l'esaurirsi delle bolle speculative potrebbero esacerbare quelle tendenze isolazioniste. Abbiamo già avuto modo di osservare una simile reazione agli inizi degli anni trenta, ed è stata un'esperienza tutt'altro che piacevole.

Tenuto conto di questi precedenti storici, è opportuno richiamare l'attenzione dei policymaker su due aspetti. In primo luogo, giacché nel mare dell'economia navighiamo tutti sulla stessa barca, è necessaria una maggiore cooperazione a livello sia nazionale – tra le autorità monetarie, fiscali e di vigilanza – sia internazionale. In secondo luogo, non va dimenticato che troppo spesso rimedi affrettati comportano costi duraturi e vantaggi effimeri. Questa considerazione dovrebbe esortare i responsabili delle politiche a conciliare la capacità di rispondere in maniera flessibile alle difficoltà di breve periodo con la sostenibilità delle strategie nel medio termine.

## Opportunità e vulnerabilità per gli anni a venire

Con la fine della guerra in Iraq dovrebbero venir meno alcune delle incertezze che frenano la crescita economica. È presumibile che a trarne profitto saranno sia la domanda dei consumatori sia gli investimenti fissi delle imprese, specie nelle economie in cui queste componenti di spesa sono state insolitamente deboli. Il desiderio di ricostituire le scorte scese a livelli esigui – non da ultimo per assicurare la continuità delle forniture – potrebbe del pari contribuire a un'espansione della domanda. Nondimeno, sarà necessario valutare la futura propensione alla spesa tenendo anche presente il retaggio che l'eccezionale ottimismo del Giappone negli ultimi anni ottanta e degli Stati Uniti dieci anni dopo ha lasciato dietro di sé: alti livelli di debito, capacità produttiva inutilizzata, svalutazione dei corsi azionari.

L'esperienza giapponese insegna come tali eccessi possano retroagire sulla solidità del sistema finanziario, se non addirittura culminare in una deflazione. In confronto al Giappone, tuttavia, la fase espansiva degli Stati Uniti differisce per almeno tre aspetti importanti. Un primo aspetto positivo è che negli Stati Uniti non si sono osservati rialzi altrettanto pronunciati nei prezzi degli immobili commerciali. Un secondo aspetto, ugualmente positivo, riguarda le fonti di finanziamento della crescita, quasi interamente circoscritte al sistema bancario in Giappone e molto più diversificate negli Stati Uniti. Una terza differenza potrebbe avere implicazioni meno favorevoli, anche se non necessariamente a svantaggio di quest'ultimo paese. Se da un lato l'espansione dell'economia nipponica è stata finanziata con risorse interne, essendosi effettivamente accompagnata a un significativo avanzo del conto corrente, quella statunitense è stata in ampia misura sostenuta da capitali esteri. Per

sospingere la crescita molti paesi hanno fatto assegnamento sulle esportazioni verso gli Stati Uniti, fornendo loro ingenti mezzi finanziari attraverso la bilancia dei movimenti di capitale.

Nel caso in cui, per qualsivoglia motivo, il dollaro dovesse subire ulteriori cedimenti, sarebbero i paesi creditori a dover sostenere un duplice onere per l'aggiustamento. Essi dovrebbero anzitutto generare una maggiore spesa interna per tenere alta la domanda e bassa la disoccupazione. Nel contempo, sarebbero costretti a prendere atto della perdita di valore delle loro attività finanziarie denominate in dollari, causata sia dai più bassi prezzi di mercato sia dal deprezzamento stesso della valuta americana. Al contrario, per gli Stati Uniti la recente flessione del dollaro consolida le prospettive di crescita e riduce la probabilità di una deflazione.

Dal secondo semestre del 2000 si è assistito a una contrazione eccezionalmente drastica degli investimenti negli Stati Uniti. Tuttavia, grazie in parte al risoluto allentamento della politica monetaria, i consumi hanno mostrato una buona tenuta. Resta ora da vedere se gli investimenti riprenderanno slancio e se i consumi non rischiano invece di indebolirsi. L'ampia variabilità delle attuali previsioni sull'economia statunitense rispecchia un semplice dato di fatto: negli ultimi tempi nessuna di queste componenti fondamentali della spesa ha seguito la dinamica prevedibile in base all'esperienza dell'ultimo dopoguerra.

Per certi versi, negli Stati Uniti le prospettive degli investimenti appaiono in lieve miglioramento. Nonostante il protrarsi di una debole crescita dell'economia mondiale, gli utili e il cash flow hanno segnato alcuni progressi e la copertura degli oneri finanziari resta ampia. Sarebbe tuttavia avventato prospettare un forte rilancio degli investimenti delle imprese statunitensi, soprattutto in presenza di un grado di utilizzo della capacità produttiva al livello più basso da vent'anni a questa parte e di uno stock di debito tuttora elevato. La cautela riguardo ad altri possibili vincoli che gravano sui profitti futuri – valgano per tutti l'insufficiente finanziamento delle passività pensionistiche e gli accresciuti costi assicurativi e previdenziali – potrebbe indurre le imprese a "sfrondare" ulteriormente i bilanci. Questa, a dire il vero, potrebbe essere l'aspettativa dei mercati finanziari. Pur lasciando aperte altre possibili interpretazioni, la marcata flessione registrata di recente dagli spread creditizi è in linea con la convinzione che le direzioni aziendali assumeranno le opportune iniziative per tagliare i costi e ridurre la probabilità di future insolvenze.

Gli accresciuti investimenti societari in un capitale sempre più produttivo hanno costituito una componente importante della "nuova era" statunitense. Essi hanno non solo stimolato direttamente la domanda, ma hanno anche favorito la percezione di una maggiore ricchezza, che ha impresso a sua volta un impulso indiretto ai consumi. Di fatto, in termini di incidenza sul PIL nominale la spesa delle famiglie mostra da anni una dinamica ascendente, che negli ultimi tempi si è molto accentuata. Per questo importante motivo, e nonostante il calo dei corsi azionari, non si può ancora affermare che la fase di forte espansione si sia conclusa. La flessione dei tassi ipotecari, la continua ascesa dei prezzi degli immobili residenziali e le innovazioni finanziarie che hanno consentito di monetizzarne il plusvalore hanno tutte contribuito a stimolare la spesa delle famiglie.

Tutto ciò si è estrinsecato nella propensione delle stesse famiglie statunitensi a sospingere il debito a livelli record. Nonostante i bassissimi tassi d'interesse, gli oneri per il servizio del debito sono ugualmente cresciuti. Tuttavia, le esposizioni debitorie potrebbero rivelarsi fonte di preoccupazione ancora maggiore se dovessero intensificarsi le pressioni sui livelli dell'occupazione o accentuarsi le svalutazioni dei prezzi azionari e dei fondi pensione. In ogni caso, il sostegno fornito alla spesa dai rifinanziamenti immobiliari è destinato ad affievolirsi. I rincari dei prezzi delle abitazioni stanno rallentando e, a meno di un ulteriore sostanziale calo dei tassi sui mutui ipotecari, le occasioni di rinegoziare vantaggiosamente i prestiti sono state in gran parte già sfruttate.

Data l'incertezza che circonda le prospettive economiche negli Stati Uniti, sarebbe rassicurante poter scorgere altrove opportunità per un rapido rilancio della domanda. Purtroppo, non è facile individuare poli alternativi di espansione. In un primo momento si riteneva che l'Europa continentale avrebbe tratto profitto dai minori squilibri finanziari rispetto agli Stati Uniti. In realtà, è stata l'Europa ad avere smentito con maggiore frequenza le previsioni di crescita e, visti i dati negativi pubblicati di recente, ad averle ridotte drasticamente. Le prospettive appaiono in particolar modo problematiche per la Germania, dove i saggi di risparmio delle famiglie hanno ripreso a crescere insieme alla disoccupazione, dopo anni di costante flessione. Nell'Europa continentale la fiducia è andata diminuendo pressoché ovunque. Ciò potrebbe essere la conseguenza delle perdite subite dagli investitori, che avevano finanziato buona parte dell'espansione dell'economia americana e l'impennata degli investimenti nel settore europeo delle telecomunicazioni. A quelle perdite si sono aggiunti i rincari del greggio e le incertezze di natura politica, interne e internazionali, che non hanno certo agito in senso favorevole. Fortunatamente, con il tempo alcuni di questi problemi paiono attenuarsi, grazie soprattutto al recente calo dei prezzi del petrolio.

Anche in altre aree del mondo le prospettive sembrano piuttosto contrastanti. Dopo tanti anni di lenta crescita in Giappone, dovuta in ampia misura ai tagli degli investimenti, occorre una fervida fantasia per poter intravedere miglioramenti. Nondimeno, va altresì rilevato che lo stock di debito è stato notevolmente ridotto e che gli utili operativi di molte grandi imprese sono aumentati sensibilmente. Il punto di svolta deve pur intervenire prima o poi, anche se è sempre difficile prevederne il momento esatto. Per la Cina e l'India l'opinione ora prevalente è che il ritmo di crescita costante e relativamente rapido registrato di recente sarà mantenuto. In altri paesi dell'Asia la domanda interna dovrebbe contribuire in misura sempre maggiore a una forte espansione dell'economia, sebbene l'epidemia di SARS possa ancora pregiudicare significativamente la produzione in Cina e la fiducia dei consumatori in altri paesi. Anche le prospettive per le principali economie dell'America latina sembrano volgere al meglio, poiché l'accresciuta stabilità politica e la rinnovata fiducia dei mercati finanziari hanno contribuito a una parziale ripresa dalla fase di debolezza dell'economia.

La performance delle varie aree nell'anno a venire dipenderà in parte dai movimenti del cambio, soprattutto nei confronti del dollaro. In linea di

principio, i paesi creditori dovrebbero essere disposti ad accettare apprezzamenti della propria moneta per consentire a quelli debitori, come gli Stati Uniti, di attuare il riequilibrio della propria posizione esterna. In pratica, tuttavia, di fronte alle incerte prospettive sulla crescita interna, alcuni paesi creditori dell'Asia hanno già cominciato a contrastare questo effetto ricorrendo a una varietà di misure più o meno convenzionali. Da un lato, ciò potrebbe essere auspicabile laddove conduca a un calo dei tassi d'interesse in grado di stimolare la domanda interna. Dall'altro, questa resistenza all'apprezzamento in Asia implica la probabilità che l'onere dell'aggiustamento del cambio ricada in misura sproporzionata su quelle valute che, come l'euro, non fluttuano solo teoricamente. Un ulteriore fattore che potrebbe incidere sul valore relativo delle principali monete sarebbe una minore disponibilità dei paesi creditori a detenere le proprie riserve essenzialmente in dollari, così come avviene attualmente.

Le oscillazioni del cambio influenzano non solo il prodotto, ma anche il livello dei prezzi. Gli effetti diretti della traslazione del cambio sui prezzi sembrano essere diminuiti negli ultimi anni tanto nell'area industriale quanto nelle economie emergenti, probabilmente per la maggiore efficacia delle politiche di contenimento dell'inflazione, rafforzate dal migliore ancoraggio delle aspettative inflazionistiche a bassi livelli. Viceversa, gli effetti indiretti sui prezzi interni – che rispecchiano le variazioni del prodotto dovute agli effetti di sostituzione sull'interscambio e di valutazione degli attivi – appaiono tuttora considerevoli. L'apprezzamento potrebbe pertanto rivelarsi particolarmente sgradito a quei paesi, come il Giappone e la Cina, dove la deflazione è ormai una realtà. Ma potrebbe ugualmente complicare la vita a un crescente numero di paesi la cui inflazione è già talmente bassa da rendere plausibile l'insorgere di un contesto deflazionistico. Le ben note distorsioni campionarie nella misurazione dell'indice dei prezzi al consumo in molti paesi, unitamente alla generalizzata tendenza delle previsioni a sovrastimare l'inflazione futura, sono anch'esse indicative di quanto l'eventualità di una deflazione debba essere seriamente considerata.

Va riconosciuto che la deflazione non è necessariamente un male quando rispecchia shock positivi dal lato dell'offerta che vanno ad aggiungersi a un basso tasso d'inflazione iniziale (e desiderabile). Tuttavia, in presenza di altre condizioni possono emergere alcuni problemi. Uno di questi potrebbe provenire dalla forte resistenza a ridurre i salari nominali. In effetti, se il calo dei prezzi è maggiore dei guadagni di produttività, vi è il rischio di un aumento dei costi unitari del lavoro e, conseguentemente, di possibili ricadute sull'occupazione. Un secondo problema deriva dalla soglia zero dei tassi d'interesse nominali, che potrebbe innescare una pericolosa dinamica in cui i tassi reali attesi crescono con l'aumentare della deflazione. Infine, la discesa dell'inflazione al di sotto del livello previsto in sede di stipula dei contratti di prestito tende a innalzare i costi reali per il servizio del debito. Naturalmente, quanto maggiore è il livello di indebitamento, tanto più gravoso è l'onere per il debitore. La difficoltà attuale è che sembrano esservi molti dei presupposti perché la deflazione divenga un problema. In numerosi paesi i tassi ufficiali sono già scesi a bassi livelli, lo stock di debito non è mai stato così elevato e la probabilità di tagli dei salari nominali appare remota.

Un aspetto positivo degli sviluppi recenti è stata la relativa tenuta del sistema finanziario globale, e di quello bancario in particolare. Nondimeno, sono già affiorate alcune tensioni che potrebbero acuirsi nel caso in cui l'espansione dell'economia dovesse rivelarsi inferiore al previsto. Presumibilmente, i corsi azionari sono destinati a risentirne giacché le valutazioni attuali, soprattutto negli Stati Uniti, possono essere giustificate unicamente da aspettative di un notevole rilancio dell'economia e di cospicui aumenti dei profitti. Gli effetti negativi sarebbero ancora maggiori qualora i premi al rischio dovessero aumentare in tale mutato contesto. Anche gli spread creditizi potrebbero esserne coinvolti, se si considera che essi tendono ad ampliarsi al calare delle quotazioni azionarie e che queste hanno registrato significative flessioni negli ultimi tempi. Non è infine da escludere che i prezzi degli immobili tornino a scendere, o che quelli delle abitazioni comincino quantomeno a segnare il passo. In diversi paesi questi ultimi si mantengono a livelli record, mentre in base all'esperienza storica avrebbero dovuto seguire la caduta dei corsi azionari a distanza di qualche tempo. Presi nel loro insieme, questi effetti di prezzo potrebbero ulteriormente pregiudicare i bilanci delle imprese e delle famiglie, frenandone potenzialmente la spesa.

Per quanto improbabile possa sembrare una siffatta combinazione di eventi, sarebbe senz'altro prudente che i policymaker ne considerassero le possibili conseguenze sulla solidità del sistema finanziario. In alcuni paesi la quota dei prestiti ipotecari è andata costantemente crescendo, e ciò è indicativo di una sempre maggiore vulnerabilità a un calo dei prezzi. Ulteriori svalutazioni delle attività finanziarie si rivelerebbero particolarmente problematiche per le istituzioni tedesche e giapponesi, entrambe impegnate a risollevare gli utili operativi. Ma anche le banche dei paesi emergenti, molte delle quali hanno minore esperienza di eventi del genere in un contesto liberalizzato, avrebbero ben poco da guadagnare da una nuova fase di debolezza dell'economia. In Asia le banche sono prevalentemente controllate da soggetti residenti, e in molti casi non è stato ancora risolto il problema delle sofferenze ereditato dalle crisi passate. In America latina e nell'Europa orientale, dove è più diffusa la partecipazione estera al capitale bancario, sussiste il rischio che il ripiegamento dei paesi industriali possa intaccare la disponibilità di credito in altri paesi.

Un ulteriore calo dei prezzi delle attività finanziarie potrebbe creare problemi anche ai settori assicurativo e dei fondi pensione, già duramente colpiti. I dubbi sulla capacità di questi operatori di onorare gli impegni pregressi potrebbero facilmente minare la fiducia dei consumatori e la propensione al risparmio. Le società di assicurazione e riassicurazione risultano inoltre esposte a rischi di credito, per un ammontare ancora imprecisato, sotto forma di strumenti per il trasferimento del rischio. Nel caso in cui esse, per ragioni prudenziali, decidessero di ridurre queste posizioni, ciò potrebbe indebolire l'operatività di tale segmento e, presumibilmente, la stessa disponibilità dei prestatori originari a erogare credito.

Per i fondi pensione le implicazioni di ulteriori perdite sarebbero alquanto diverse. Per ciò che concerne gli schemi a prestazione definita, le perdite rappresentano anzitutto una "ipoteca" sugli utili della casa madre: questa

potrebbe al limite incorrere in un declassamento, o – in caso di perdite particolarmente ingenti – persino in una procedura fallimentare. E giacché minori profitti comportano minori prezzi azionari, un simile esito rischia di ripercuotersi su altri fondi pensione, con un meccanismo analogo a quello delle partecipazioni dirette incrociate. Questi problemi interesserebbero soltanto pochi operatori affermati, ma fra questi vi sono sicuramente alcune delle società più rinomate a livello mondiale.

Rispetto ai timori associati a un ulteriore rallentamento economico, altre vulnerabilità di natura finanziaria appaiono in prospettiva meno preoccupanti. Alcune di queste, su cui ha fissato l'attenzione il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, attengono al rischio operativo nel sistema finanziario. La sempre maggiore complessità, anche di ordine giuridico, e la crescente "dipendenza tecnologica" dei sistemi, specie di quelli per l'attenuazione del rischio, aumentano chiaramente le probabilità di disfunzioni. In aggiunta, poiché al termine di un periodo di forte espansione tutti i nodi – comportamenti illeciti o, nella migliore delle ipotesi, discutibili – vengono al pettine, aumentano anche i rischi di controversie e gli eventuali oneri per una loro composizione. Una seconda serie di problemi riguarda l'accentuata volatilità dei mercati finanziari, nonché la possibilità che alcune istituzioni non dispongano dei mezzi sufficienti per farvi fronte. Un esempio concreto potrebbe essere un repentino balzo dei tassi d'interesse a lungo termine, e i connessi effetti sulle istituzioni che raccolgono fondi a breve per impiegarli a lunga scadenza. Un terzo insieme di problemi, infine, concerne la tendenza al consolidamento osservata di recente su alcuni mercati finanziari. Giacché le grandi imprese operano sempre più tra loro, le difficoltà incontrate da una potrebbero propagarsi ad altre con estrema rapidità. Inoltre, gli intermediari maggiori possono agire sui mercati con modalità in grado di influire sul costo e sulla disponibilità delle necessarie coperture. In tal modo, gli shock specifici potrebbero plausibilmente divenire sistemici.

La stabilità mostrata finora dal sistema finanziario è stata comunemente ascritta al suo maggiore orientamento al mercato. Negli Stati Uniti in particolare, la quota del credito totale fornito dalle banche è diminuita drasticamente. I mercati sono oggi più completi, nel senso che offrono ai prenditori canali di finanziamento sempre più numerosi. Per la stessa ragione, i mercati appaiono anche più robusti. Le perdite vengono ripartite in misura maggiore fra i vari comparti grazie, ultimamente, al crescente utilizzo degli strumenti per il trasferimento del rischio di credito. Il fatto stesso che gli shock siano condivisi da diversi mercati collegati ne potrebbe facilitare l'assorbimento. Per gli utenti è ora più semplice ed economico reperire e analizzare informazioni in termini di valore; probabilmente, ciò riduce il rischio di controparte e contribuisce ad assicurare il funzionamento dei mercati anche in situazioni di tensione.

Nondimeno, sarebbe semplicistico sostenere che questo sistema sia esente da imperfezioni. La molteplicità di canali per l'erogazione del credito può facilmente indurre i mutuatari a dilatare eccessivamente la propria esposizione, specie se i prestatori non operano con la dovuta diligenza, nella convinzione che anche i crediti di bassa qualità possano essere trasferiti – per il tramite del mercato – ad altri operatori. La resilienza del sistema, che



dovrebbe derivare da meccanismi per il trasferimento del rischio, in particolare al di fuori del sistema bancario, dipende dalla possibilità che i rischi vengano frazionati in modo più capillare e convogliati verso i soggetti che sono meglio in grado di sostenerli. Di fatto, i riscontri a favore dell'una o dell'altra ipotesi sono assai scarsi. Mercati interconnessi possono da un lato arginare gli shock e, dall'altro, esporre settori già in difficoltà a nuove pressioni tali da spingerli a un passo dall'insolvenza. Infine, è costoso produrre informazioni di buona qualità riguardo al valore degli attivi. Se mercati efficienti impediscono ai fornitori di dati di realizzare profitti, la qualità delle informazioni raccolte rischia di deteriorarsi e di creare distorsioni nei prezzi di mercato e nell'allocazione delle risorse. È quel che si è verificato in pratica nell'ultimo scorcio degli anni novanta. In definitiva, i risultati relativamente soddisfacenti ottenuti fino ad oggi dovrebbero indurci a non abbassare la guardia nel perseguimento della stabilità finanziaria e, quindi, della stessa stabilità monetaria.

### Politiche per conseguire la stabilità monetaria e finanziaria

In retrospettiva, lo scorso decennio presenta un aspetto paradossale. Le politiche volte a conseguire la stabilità monetaria – intesa come basso livello di inflazione – paiono aver prodotto nella maggioranza dei paesi industriali e in buona parte di quelli asiatici risultati molto apprezzabili. Anche in America latina, in Africa e nell'Europa centro-orientale l'inflazione effettiva ha registrato una netta flessione. Sembra inoltre che la crescita del prodotto sia divenuta meno variabile in molte regioni, in linea con quanto auspicato dai sostenitori della bassa inflazione. Nel contempo, però, l'incidenza delle perturbazioni finanziarie e di crisi vere e proprie risulta aumentata. Diversi paesi hanno evidentemente risentito di un ottimismo e di un'espansione del credito eccessivi, di aumenti vertiginosi dei prezzi delle attività e della spesa, di problemi di bilancio riversatisi poi sul sistema finanziario. La stabilità dei prezzi, nonostante i suoi indiscutibili meriti, non è stata chiaramente sufficiente a scongiurare l'instabilità finanziaria. La possibilità di una deflazione, con tutti i suoi potenziali effetti avversi, corrobora questa conclusione.

È importante individuare le cause della crescente instabilità finanziaria degli ultimi anni. Una possibile spiegazione è che questa sia semplicemente una conseguenza indiretta della deregolamentazione e della liberalizzazione di molti sistemi finanziari nazionali. Una considerazione pessimistica indurrebbe a ritenere che i sistemi prodotti da queste riforme, benché più efficienti in assoluto da un punto di vista allocativo, tendano con il tempo a essere maggiormente prociclici e vulnerabili alle crisi. Da una prospettiva più ottimistica, la recente elevata incidenza delle crisi finanziarie potrebbe essere non tanto un fenomeno connaturato nel sistema finanziario liberalizzato, quanto un transitorio effetto collaterale dello stesso processo di deregolamentazione. Anche il fatto che l'economia mondiale sia passata da un contesto di alta inflazione a uno di bassa inflazione potrebbe aver contribuito ad aumentare la probabilità di crisi. Al calare dell'inflazione, possono essersi sviluppate aspettative di una crescita più stabile e di una minore variabilità dei flussi

attesi di reddito, che potrebbero a loro volta aver ridotto i premi di rischio sugli investimenti. Nel contempo, poiché i tassi nominali e reali sono nettamente diminuiti, gli operatori possono averli reputati non adeguati, e aver fatto ricorso a strategie di investimento più aggressive. Il tempo, l'esperienza e il protrarsi di una bassa inflazione dovrebbero far sì che queste intemperanze del settore privato si attenuino, accrescendo al tempo stesso la capacità del settore pubblico di mitigarle.

Indipendentemente dal fatto che i problemi di instabilità finanziaria siano ritenuti elementi duraturi, o solo temporanei, del panorama economico, il modo in cui ridurne la probabilità e i costi continua a rivestire una particolare importanza. Una possibilità ampiamente dibattuta è l'impiego della politica monetaria in funzione preventiva al fine di moderare i cicli del credito. Inasprire le condizioni monetarie, in presenza di un'inflazione dei prezzi al consumo inizialmente sotto controllo, implica con tutta probabilità uno scostamento per difetto dagli obiettivi a breve termine in termini di IPC. Tuttavia, una simile strategia preventiva da parte delle autorità monetarie potrebbe trovare giustificazione come mezzo per ridurre il rischio di un livello dei prezzi ancor più basso in seguito, man mano che gli squilibri finanziari vengono corretti; vista in quest'ottica, essa potrebbe persino rappresentare il male minore in un contesto di inflation targeting. Restano purtroppo aperte altre questioni. Un aumento dei tassi d'interesse in grado di bilanciare attese oltremodo euforiche in alcuni settori dell'economia potrebbe avere effetti devastanti su altri. Sarebbe inoltre difficile convincere l'opinione pubblica della necessità di una siffatta misura. In tale contesto, sarebbe utilissimo poter disporre di indicatori più affidabili delle crisi prospettiche, sia per decidere le opportune manovre sia per giustificarne l'utilizzo in funzione preventiva di fronte alla collettività.

Un'ulteriore opzione potrebbe essere quella di fare maggiore affidamento sull'assetto prudenziale, al duplice scopo di ridurre al minimo gli eccessi e – aspetto più importante – di assicurare l'ordinato funzionamento del sistema finanziario anche dopo lo scoppio di una bolla del credito o dei prezzi delle attività. Se il danno per l'economia origina essenzialmente dalle ripercussioni dei crediti insoluti sul sistema finanziario, i vantaggi dell'approccio prudenziale sono ovvi. L'applicazione del Nuovo Accordo di Basilea, e della connessa cultura di una migliore gestione del rischio, rappresenterebbe un passo importante nella giusta direzione. Ancor più in prospettiva, benefici potrebbero derivare anche da modifiche al sistema degli accantonamenti o ad altre procedure volte a promuovere l'accumulazione di capitale durante i periodi di alta congiuntura. Anche in questo caso, tuttavia, tale approccio presenta alcuni limiti intrinseci. È più facile ridurre gli eccessi presso le istituzioni soggette al controllo dell'autorità di vigilanza che non quelli del credito erogato attraverso i mercati finanziari, ma è quest'ultima la fonte di raccolta che assume sempre maggiore preminenza. In aggiunta, le informazioni sulle modalità di frazionamento del rischio di credito all'interno del sistema finanziario sono ancora assai carenti. In ogni caso, gli organi di regolamentazione finanziaria dovranno essere incoraggiati a concentrare l'attenzione meno sulla tutela dei consumatori e più sui rischi a livello di

sistema e sui possibili modi di ridurli. Occorrerà inoltre riconoscere più esplicitamente l'esigenza di una maggiore interazione formalizzata fra banche centrali e organi di regolamentazione in quest'area di comune interesse.

È comunque indiscutibile la necessità di potenziare ulteriormente il sostegno istituzionale del sistema finanziario. Alcuni rapporti pubblicati di recente contengono suggerimenti che meritano un'attenta considerazione. I rischi residuali nel regolamento transfrontaliero delle transazioni in titoli sono stati oggetto di un dettagliato studio del Gruppo dei Trenta, mentre si attende ancora l'applicazione del recente accordo per muovere verso un insieme uniforme di criteri contabili internazionali. Occorre istituire a livello nazionale organi di sorveglianza delle società di revisione, che operino nel quadro di principi concordati in sede internazionale. Andrebbero infine individuati e affrontati i conflitti di interesse nelle strutture di governance delle imprese in generale, e di quelle finanziarie in particolare. Se la fiducia nell'integrità del sistema capitalistico è fondamentale per il suo corretto funzionamento, diviene allora importante punire coloro che trasgrediscono le regole e assicurare visibilità a questi provvedimenti sanzionatori. Alla luce dei gravi eccessi emersi negli ultimi anni, gli sforzi compiuti sinora non sembrano sufficienti per ristabilire la fiducia nel sistema.

Le considerazioni fin qui esposte attengono principalmente all'azione preventiva per arginare l'accumularsi di squilibri economici e finanziari, e preservare quindi la stabilità monetaria e finanziaria. Nelle attuali circostanze, peraltro, è anche opportuno chiedersi come la politica economica possa essere utilizzata al meglio per rispondere a questi eccessi, spostando di fatto il punto focale dalla prevenzione alla terapia. In questo spirito, e vista in particolare l'esperienza giapponese, appare inoltre utile esaminare le alternative che si prospettano alle autorità nel caso di una deflazione conclamata. In una simile situazione, alcuni strumenti potrebbero perdere la loro efficacia a vantaggio di altri. Si pongono in primo piano anche questioni di complementarità e di combinazione delle politiche.

Al termine di una fase di forte espansione, le autorità monetarie che si concentrano principalmente sull'obiettivo della stabilità dei prezzi possono trovarsi di fronte a un dilemma. Nel momento in cui constatano che gli squilibri accumulati stanno producendo i loro effetti, o minacciano di produrli, esse reputeranno opportuno allentare drasticamente la politica monetaria per premunirsi contro una possibile discesa dell'inflazione al di sotto del valore obiettivo. L'atteggiamento della Federal Reserve negli ultimi due anni sembra rispecchiare questo timore. Qualora nell'immediato la stessa stabilità finanziaria rappresenti una preoccupazione, questa tendenza all'allentamento sarà ulteriormente accentuata, come sembra essere accaduto in Giappone. Si perviene alla stessa conclusione nel caso in cui i canali di trasmissione di un orientamento monetario meno restrittivo appaiano in certa misura compromessi. Ad esempio, nel 2001 e per buona parte del 2002 il sensibile calo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti ha coinciso con più elevati rendimenti sulle obbligazioni private, minori prezzi azionari e ulteriori apprezzamenti del dollaro, rendendo tanto più legittimo il brusco allentamento operato dalla Federal Reserve.

Il dilemma si pone solo se la manovra distensiva minaccia di acuire ulteriormente gli squilibri, indipendentemente dal fatto che questi siano presenti da tempo sui mercati o siano invece di origine recente. Nel periodo in esame il problema dei vecchi squilibri ha interessato la Banca d'Inghilterra e alcune altre banche centrali. Anche se molti indicatori sembravano sollecitare una riduzione dei tassi ufficiali, i timori di altri rincari dei prezzi degli immobili residenziali premevano in direzione opposta. Il problema dei nuovi squilibri ha riguardato forse di più gli Stati Uniti, dove l'allentamento delle condizioni monetarie – sulla scia della crisi di LTCM prima e del crollo dei corsi azionari poi – potrebbe aver concorso a ulteriori incrementi nei prezzi delle abitazioni. Sebbene il connesso aumento della spesa fosse chiaramente auspicabile, vista la posizione ciclica dell'economia americana, non è da escludere l'eventualità ultima di fasi di debolezza più acute a causa dell'accumulo di debito incoraggiato nel frattempo.

Alla luce della recente esperienza del Giappone, sembra anche opportuno chiedersi come la domanda possa essere stimolata dalla politica monetaria in un contesto in cui i tassi ufficiali incontrano il vincolo della "zero lower bound". In questo caso, per espandere la liquidità potrebbero essere necessarie misure non convenzionali. La banca centrale potrebbe decidere di ampliare la gamma degli strumenti che è disposta ad acquistare: attività finanziarie, in primo luogo, ma anche – all'occorrenza – attività reali. Tuttavia, ciò solleva alcune questioni delicate, non ultime quelle concernenti la cooperazione fra i diversi organi competenti e l'indipendenza della banca centrale.

Normalmente, la banca centrale prenderebbe anzitutto in considerazione acquisti massicci di titoli di Stato a medio e a lungo termine. Nella misura in cui i tassi a lunga scadenza diminuiscono, questa strategia è in grado di fornire un salutare impulso all'economia. Nel caso contrario, però, la banca centrale potrebbe trovarsi esposta a pesanti perdite e, di conseguenza, essere costretta a ricapitalizzarsi a spese del bilancio statale. L'acquisizione di attività interne non tradizionali potrebbe porre problemi analoghi, giacché implica un assorbimento di rischio del settore privato da parte della banca centrale e, ancora una volta, la possibilità di incorrere in perdite. Di più, se per ribaltare le aspettative di futuri movimenti dei prezzi dovessero rendersi necessari acquisti per importi assai elevati, anche le perdite potenziali potrebbero essere ingenti.

I possibili problemi di interazione fra organi nazionali non dovrebbero costituire un vincolo per la politica economica. In linea teorica, l'esecutivo stabilirebbe la misura del rischio che è disposto ad assumere, e quindi verrebbe deciso il modo in cui ripartire tale rischio fra governo e banca centrale. Il timore che l'autonomia della banca centrale possa essere limitata sul piano politico, e che tale rimanga anche quando la situazione si è normalizzata, potrebbe essere mitigato dalla formale introduzione di schemi di inflation targeting. Peraltro, questi sarebbero finalizzati non tanto a combattere la deflazione, quanto piuttosto ad assicurare il controllo dell'inflazione una volta che gli strumenti non convenzionali di espansione della base monetaria avranno cominciato a produrre i loro effetti.

Un altro problema, in questo caso di natura intergovernativa, potrebbe derivare dalla decisione della banca centrale o del governo di espandere la

liquidità sull'interno acquistando valuta estera sui mercati dei cambi. Manovre di questo tipo possono essere interpretate alla stregua di un "deprezzamento amministrato", come suggerito talvolta per lo yen. Oppure potrebbero essere un mezzo con cui contrastare un apprezzamento, come taluni ipotizzano ora per l'euro. In entrambi i casi, altri governi potrebbero non gradire l'impatto di queste decisioni sulle rispettive divise. Chiaramente, sarebbe auspicabile un certo dialogo per evitare il rischio di svalutazioni competitive o, al limite, di un ritorno al protezionismo. Nel caso dell'area dell'euro, dove i tassi ufficiali si collocano tuttora ben al disopra dello zero, la risposta a un apprezzamento troppo disinflazionistico della moneta andrebbe ricercata forse più in un minor livello dei tassi d'interesse che non negli interventi sui mercati valutari.

Il richiamo all'esigenza di una maggiore cooperazione fra autorità monetarie e fiscali, allorché l'efficacia della politica monetaria è limitata, pone direttamente l'accento sulla politica di bilancio. Un orientamento fiscale espansivo può rivelarsi utile – sempreché il grado di apertura dell'economia non sia eccessivo –, ma la sua opportunità dovrebbe dipendere dai livelli iniziali di debito e di imposizione, piuttosto che dall'entità del disavanzo pubblico. In questa prospettiva, il margine di manovra per le politiche di bilancio in Europa varia da un paese all'altro, e alcuni governi stanno pagando un duro prezzo per non aver inasprito adeguatamente le loro politiche quando il momento era favorevole. In Giappone i problemi del crescente debito pubblico sono ancor più seri. Negli Stati Uniti e in alcuni paesi dell'Asia le possibilità di allentare la politica di bilancio appaiono maggiori, anche se gli effetti di stimolo potrebbero essere amplificati inquadrando le misure espansive in una credibile cornice di medio periodo che ne assicuri la sostenibilità nel tempo. Le recenti modifiche della legislazione tributaria statunitense non sono state di ausilio a questo riguardo.

Ugualmente importanti sono i modi prescelti dal governo per imprimere slancio all'economia. Ad esempio, dispendiosi programmi di spesa – cattedrali nel deserto – non sembrano destinati, al contrario di quelli con una redditività sociale positiva, a infondere fiducia e a sospingere i consumi. Vi è infine un'ulteriore discriminante che può assumere un'importanza cruciale, e si tratta delle modalità di finanziamento del disavanzo. Un aumento della liquidità "a pioggia", come talvolta raccomandano gli accademici, equivale in sostanza a uno stimolo fiscale finanziato con acquisti di passività governative da parte della banca centrale. Ancora una volta, la cooperazione fra gli organi competenti svolge un ruolo centrale per la buona riuscita delle politiche.

Sebbene il grado di cooperazione mostrato sinora dalle autorità nipponiche non abbia raggiunto vette di eccellenza, non si può negare il massiccio impulso impartito sui versanti monetario e fiscale. Il fatto che il Giappone non sia riuscito a generare una crescita in grado di autosostenersi mette in luce un'ulteriore complicazione che influisce sull'andamento dell'economia dopo una fase di forte espansione. Questa complicazione potrebbe essere meglio connotata come un problema dal lato dell'offerta, benché si manifesti come una debolezza della domanda. In particolare, visti gli elevati livelli di capacità inutilizzata e il connesso pesante indebitamento, le aspettative sui profitti potrebbero non riuscire a risalire la china per molti anni a venire. In tale

contesto, gli investimenti non possono riprendersi. Per rimediare alla situazione occorre subito individuare le imprese il cui debito sarebbe insostenibile pure in circostanze normali. In alcuni casi, ciò potrebbe condurre a fallimenti e a dismissioni di capacità produttiva, in altri semplicemente ad accordi di cancellazione del debito da parte dei creditori. Tuttavia, poiché la ripresa economica necessita anche di un sistema finanziario disposto a erogare nuovi crediti, nel caso giapponese il riconoscimento delle perdite sui prestiti concessi alle società avrebbe dovuto essere accompagnato dalla ricapitalizzazione delle banche e delle istituzioni finanziarie, nonché da misure volte a garantirne la redditività futura. Volgendo lo sguardo agli Stati Uniti, e in particolare alla capacità di adattamento delle imprese e alla tenuta del settore finanziario, conforta non poco il fatto che essi siano scampati alle difficoltà incontrate dal Giappone.

È sempre politicamente difficile porre in atto riforme strutturali, siano esse di carattere economico o finanziario. Ed è questa una triste constatazione, poiché quanto più l'economia è flessibile, tanto maggiore è il suo ritmo di crescita, minore il tasso di disoccupazione, migliore l'adattamento agli shock. Se i paesi dell'Europa continentale si rendessero conto di tali effetti positivi, essi potrebbero godere del vantaggio ulteriore di un'accresciuta capacità di assorbimento. Ciò compenserebbe l'esigenza inversa cui dovranno probabilmente far fronte gli Stati Uniti in un prossimo futuro al fine di risolvere gli incombenti problemi dei disavanzi esterni e di inadeguati saggi di risparmio delle famiglie. Sarebbero parimenti utili ulteriori iniziative per promuovere un rafforzamento della domanda interna nelle economie asiatiche. L'onere della correzione degli squilibri internazionali dovrebbe giustamente ricadere in misura maggiore sull'insieme dei paesi creditori allorché i timori di una deflazione prevalgono su quelli di un ritorno a un contesto inflazionistico. Governi asiatici ed europei hanno di recente rilasciato dichiarazioni dalle quali traspare chiaramente la piena consapevolezza dei vantaggi delle riforme strutturali. Essi stanno tuttavia incontrando una fiera opposizione da parte di coloro che sono incapaci di discernere il comune interesse o di quanti vedono fin troppo distintamente le perdite in cui rischiano di incorrere in prima persona. Ciò che serve al momento è, anzitutto, il coraggio politico di condurre a termine le necessarie riforme.