

## I. Introduzione: è tempo di ripensare le politiche?

All'indomani del rallentamento economico intervenuto agli inizi del 2001 è prevalso per non poco tempo un clima di delusione e perplessità, in quanto lo stimolo senza precedenti impartito dalle politiche monetaria e fiscale non era riuscito ancora a rinsaldare la crescita globale. Per le banche centrali era particolare fonte di inquietudine il fatto che alcuni dei principali canali di trasmissione dell'impulso monetario apparivano bloccati da un'accresciuta avversione al rischio dei mercati e delle istituzioni finanziarie. In seguito queste nubi si sono dissipate e i mercati finanziari sono tornati a mostrare ottimismo, sotto la perdurante spinta di politiche macroeconomiche estremamente accomodanti. In effetti, i tassi ufficiali delle maggiori economie industriali – a livelli dello 0, dell'1 e del 2% rispettivamente in Giappone, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – si sono situati o aggirati intorno ai valori minimi dell'era postbellica. A queste forze espansive si è aggiunto un altro andamento eccezionale: soprattutto allo scopo di evitare un apprezzamento della propria moneta rispetto al dollaro, numerosi paesi hanno compiuto massicci interventi sul mercato dei cambi nel periodo sotto rassegna. Inoltre, in molte economie emergenti le condizioni finanziarie si sono generalmente allentate.

Guardando in retrospettiva all'anno trascorso, come farà essenzialmente questa Introduzione, appare chiaro che tali politiche hanno avuto un ruolo chiave nel favorire una forte ripresa del prodotto mondiale. In quasi tutte le regioni, a parte l'area dell'euro, i ritmi di crescita sono risultati sensibilmente superiori a quelli previsti un anno fa. Inoltre, essi non hanno finora prodotto incrementi significativi dell'inflazione di base dei prezzi al consumo. Guardando in prospettiva, come faranno invece le Conclusioni di questa Relazione annuale, prevale l'opinione secondo cui questa felice combinazione di circostanze dovrebbe proseguire, sostenuta in particolare da un aumento relativamente forte della produttività in alcuni paesi industriali. Di che cosa ci si dovrebbe dunque preoccupare, a prescindere dal consueto problema degli errori di misurazione e dal fatto che le previsioni si rivelano giuste e sbagliate con egual frequenza?

Un potenziale pericolo potrebbe provenire da un'inattesa accelerazione della dinamica dei prezzi, come fanno forse già presagire i recenti forti rincari delle materie prime e la connessa inflazione in Cina. Un altro sarebbe la ricomparsa di bolle dei prezzi delle attività e di investimenti non redditizi, come è spesso accaduto in passati periodi di eccessiva espansione del credito. Di fatto, l'aumento degli spread sui titoli sovrani e su quelli privati ad alto rendimento registrato dall'aprile 2004 potrebbe persino essere il primo indizio che taluni eccessi latenti stiano in parte rientrando. Comunque si valuti la probabilità di tensioni finanziarie nel breve periodo, è chiaro che l'attuale livello di stimolo delle politiche non è sostenibile a lungo. Con

l'accentuarsi del ciclo, la sfida cruciale in capo alle autorità è come imprimere un orientamento restrittivo evitando al tempo stesso di destabilizzare un'economia mondiale che già palesa squilibri reali e finanziari di vario tipo.

Sorgono poi interrogativi di più lungo periodo circa le conseguenze profonde di tre sviluppi strutturali interattivi nel contesto globale in cui operano le politiche. Primo, la deregolamentazione e la globalizzazione dei mercati di beni e servizi hanno reso il mondo più produttivo e probabilmente meno inflazionistico. Secondo, la liberalizzazione finanziaria potrebbe avere acuito il pericolo di cicli esasperati del credito e dei prezzi delle attività. Terzo, è cresciuta l'enfasi posta dalle autorità sul controllo dell'inflazione, e la loro credibilità è aumentata. Alla luce dei primi due, quest'ultimo mutamento potrebbe implicare un assai minore inasprimento delle politiche in risposta a una crescita eccezionalmente rapida o a presunti eccessi nel sistema finanziario. Per converso – e sempre nel presupposto che l'inflazione sia sotto controllo – i responsabili delle politiche potrebbero ritenere che sia possibile reagire in maniera molto più aggressiva che in passato a un rallentamento economico o a difficoltà finanziarie legate a precedenti eccessi.

Una tale applicazione asimmetrica delle politiche monetarie, e peraltro anche di quelle fiscali, ha contribuito alla gradita riduzione della variabilità ciclica osservata negli ultimi anni. Tuttavia, a lungo andare questo approccio potrebbe anche comportare rischi deflazionistici. In effetti, con un debito pubblico a livelli ancora elevatissimi se raffrontato ai parametri del recente passato e con tassi di interesse nominali prossimi allo zero, il margine di manovra per rispondere a un ulteriore shock avverso è ormai divenuto alquanto ristretto.

Al momento, fortuna vuole che la ripresa economica globale sia in atto e che gli shock siano solo un'eventualità, e non una realtà. Tuttavia, una volta confermata la robustezza della ripresa, l'esigenza di recuperare spazi di flessibilità richiederà in avvenire un deciso ripensamento delle politiche fiscali e monetarie. Meriterebbero inoltre una rigorosa verifica gli assunti analitici su cui si è finora basata la formulazione delle politiche. Stante la rapidità e la portata dei mutamenti intervenuti nella struttura dell'economia e della finanza, nonché la possibilità di ulteriori cambiamenti futuri, potrebbe senz'altro essere rischioso limitarsi a presumere che le risposte tradizionali restino invariabilmente quelle giuste.

## Finalmente la crescita accelera

Il rallentamento economico globale dell'inizio di questo decennio è stato affrontato con un eccezionale stimolo fiscale e monetario nei maggiori paesi industriali, e in particolare negli Stati Uniti. Un impulso di tale portata è stato reso possibile dal basso livello di inflazione prevalente, per lo più proseguito durante il periodo sotto rassegna.

Negli Stati Uniti la politica fiscale è stata notevolmente espansiva per effetto sia degli incrementi di spesa sia degli sgravi di imposta. La politica monetaria è divenuta, ed è rimasta, molto accomodante. Non solo il tasso obiettivo sui federal fund è stato mantenuto all'1%, ma notevole impegno è stato anche profuso nel convincere in particolare i mercati obbligazionari che

tale orientamento sarebbe stato verosimilmente seguito per un considerevole periodo di tempo. Una combinazione di politiche un po' diversa, ma pur sempre espansiva, è stata attuata in Giappone, dove l'ampissimo disavanzo e l'elevato debito delle amministrazioni pubbliche precludevano ogni ulteriore ricorso allo stimolo fiscale. In queste circostanze è stata intensificata la politica di "allentamento quantitativo", come pure l'azione volta a persuadere l'opinione pubblica che tutti gli organi di governo stavano operando congiuntamente per porre fine alla deflazione. Nell'area dell'euro i disavanzi di bilancio di tre economie (fra cui le due maggiori) hanno superato il tetto fissato dal Patto di stabilità e crescita. Sebbene ciò abbia suscitato aspre critiche da parte dei paesi che si erano attenuti alle regole, gli effetti sulla spesa sono stati favorevoli, così come l'indirizzo accomodante mantenuto dalla Banca centrale europea (BCE).

Coerentemente con l'allentamento relativo della politica monetaria USA, e con il crescente peso assunto dal disavanzo pubblico e dal debito esterno americani, lo scorso anno il dollaro ha avuto la tendenza a deprezzarsi. Ciò si è tradotto in pratica in un'esportazione di pressioni disinflazionistiche dagli Stati Uniti, che è stata fortemente contrastata da alcuni paesi, e in particolare da quelli che avevano adottato un regime di cambio fisso con la moneta americana. Le autorità giapponesi hanno effettuato un volume record di interventi valutari per impedire un apprezzamento troppo rapido dello yen rispetto al dollaro e al renminbi cinese. Anche altri governi, specie nel resto dell'Asia, sono intervenuti massicciamente. In risposta alle pressioni al rialzo sul cambio, molte economie emergenti hanno parimenti allentato la politica monetaria. Infine, alcuni paesi dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale hanno sospeso i programmi di restrizione fiscale e le riforme strutturali che erano in precedenza apparsi necessari per fronteggiare le spinte al ribasso sulle rispettive valute. Quali che siano le implicazioni a più lungo termine, l'espansione economica ha beneficiato anche di queste iniziative.

I mercati finanziari hanno per lo più reagito energicamente, anche se con tempi sensibilmente diversi, al generale allentamento della politica monetaria. Dopo una tendenza calante durata alcuni anni, i rendimenti obbligazionari USA a lungo termine si sono per lo più attestati su livelli insolitamente bassi nel periodo in esame. Tuttavia, questa stabilità complessiva ha celato fasi alterne durante le quali i mercati hanno dovuto rispondere a spinte dapprima in favore di un aumento e, in seguito, di un calo dei tassi. Fra le pressioni al rialzo figuravano le attese associate alla contestuale correzione verso l'alto delle previsioni sulla crescita e sui disavanzi pubblici; fra quelle al ribasso vi erano i massicci acquisti di titoli del Tesoro statunitense da parte di banche centrali asiatiche e le indicazioni fornite dalla Federal Reserve relativamente al futuro indirizzo monetario. La dinamica dei rendimenti nella zona dell'euro ha seguito da vicino quella degli Stati Uniti per gran parte dell'anno sotto rassegna, discostandosene leggermente nell'ultima parte in concomitanza con il brusco aumento dei tassi USA. Tale andamento non è stato incoerente con le più contenute prospettive di crescita dell'area.

Nella quasi totalità degli altri mercati finanziari il contesto è apparso decisamente meno incerto. I prezzi delle attività hanno segnato bruschi rialzi

per gran parte del periodo, e ciò ha contribuito a sorreggere ulteriormente la fiducia e l'espansione economica. I mercati azionari mondiali hanno dato prova di particolare dinamismo, primi fra tutti i titoli tecnologici e di società dell'area emergente. Gli spread sulle obbligazioni societarie ad alto rischio sono nettamente diminuiti, così come quelli sui credit default swap. Anche i differenziali su prestiti sovrani si sono ridotti, e le economie emergenti – fra cui non poche con discutibili trascorsi creditizi – sono tornate a beneficiare di un più agevole accesso al capitale. E, fatto forse più importante, in molti paesi hanno continuato a crescere i prezzi degli immobili residenziali e, con essi, i livelli di indebitamento. Solo negli ultimi mesi del periodo in esame queste tendenze hanno cominciato a invertirsi in taluni mercati o sono divenute assai meno pronunciate in altri.

In parte, gli aumenti dei prezzi delle attività potrebbero essere collegati ai bassi rendimenti obbligazionari. La diminuzione dei tassi ipotecari nominali ha modificato il profilo dei pagamenti e allentato i vincoli di liquidità a monte; pertanto, non sorprende né turba il fatto che essa si sia poi rispecchiata in un rincaro delle abitazioni e in più elevati livelli di indebitamento. Un aspetto più allarmante è invece l'eventualità che i minori rendimenti possano avere accentuato la propensione al rischio. Nel caso delle compagnie di assicurazione obbligate contrattualmente a corrispondere elevati rendimenti sulle passività, un tale comportamento è diventato quasi una questione di sopravvivenza. Anche i fondi pensione con obiettivi di performance superiori ai rendimenti pubblici possono essere stati tentati di fare altrettanto. Inoltre, con l'affievolirsi del ricordo delle passate perdite, un ripristino della fiducia appare del tutto naturale. E infine, allorché i prezzi hanno cominciato a salire, paiono essersi formate attese estrapolative, come già spesso accaduto in passato.

Tuttavia, se le spiegazioni basate sui tassi di interesse hanno un certo peso, il rincaro dei prezzi delle attività è stato fatto risalire anche al contestuale miglioramento delle grandezze sottostanti in molti mercati. Ad esempio, nei paesi industriali si è assistito a un calo graduale sia nell'incidenza delle insolvenze societarie sia nell'ammontare delle connesse perdite. In varie economie emergenti, specie in Asia, le politiche governative appaiono ora maggiormente appropriate e favorevoli alla crescita rispetto a un decennio fa. Quanto ai prezzi delle abitazioni, in molti casi essi sono stati spinti verso l'alto da combinazioni composte in varia misura da regolamenti urbanistici, flussi migratori e preferenze degli acquirenti per determinate aree geografiche. Tali fattori sono destinati a perdurare ancora per qualche tempo, ma non è escluso che intervengano altre forze a soverchiarli.

Quel che si può dire con maggiore certezza è che il concorso di politiche macroeconomiche accomodanti e mercati finanziari più euforici ha contribuito ad accelerare il ritmo della crescita economica globale. Fra i paesi industriali hanno primeggiato gli Stati Uniti, seguiti di stretta misura da Australia e Regno Unito. L'atteso spostamento della spesa in favore degli investimenti ha cominciato a concretizzarsi sotto la spinta di una robusta crescita dei profitti, ma anche i consumi hanno mostrato una buona tenuta. Le famiglie hanno realizzato e speso le plusvalenze derivanti dal rincaro delle abitazioni, o rifinanziato i mutui ipotecari al fine di ridurre gli esborsi mensili per interessi.

Una vigorosa crescita è stata inoltre registrata in diversi altri paesi industriali, comprese alcune economie minori dell'area dell'euro. Anche il Giappone ha dato segni di un'imminente ripresa grazie al rapido incremento delle esportazioni, soprattutto verso la Cina. Ancor più incoraggiante è stato il recupero della spesa per investimenti delle grandi società nipponiche, dopo un decennio di restrizioni nel corso del quale gli utili erano serviti principalmente a ridurre i debiti accumulati durante il boom degli anni ottanta.

I segni di ripresa sono stati decisamente più fievoli in alcune delle maggiori economie dell'Europa continentale. Nonostante l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi, questi paesi hanno comunque beneficiato dello stimolo fornito dalle crescenti esportazioni, e la fiducia delle imprese è sembrata a sua volta trarne vigore. Il vero problema è stata la perdurante riluttanza dei consumatori a spendere, malgrado la relativa solidità dei bilanci delle famiglie rispetto ai parametri internazionali. A ciò potrebbero aver senz'altro contribuito sia le incertezze suscitate dalle proposte di affrontare con urgenza le carenze strutturali presenti nei mercati del lavoro e nei sistemi pensionistici, sanitari e fiscali, sia la diffusa percezione di un aumento del costo della vita dopo l'introduzione dell'euro. Inoltre, il fatto che in questi paesi la ricchezza immobiliare non possa essere monetizzata così facilmente come – ad esempio – negli Stati Uniti e nel Regno Unito fa sì che i consumi siano maggiormente vincolati dai flussi di reddito e che, pertanto, si siano mostrati più vulnerabili agli sfavorevoli sviluppi del mercato del lavoro, di cui si tratterà più avanti.

Nel periodo sotto rassegna la dinamica dell'economia è migliorata anche nella maggior parte dei paesi emergenti. Influssi propizi sul versante internazionale – in particolare i rincari delle materie prime e la maggiore ricettività dei mercati finanziari – hanno sovente interagito con una più vigorosa domanda interna, stimolando la crescita. La performance della Cina è stata impressionante, e ha generato effetti a catena non solo in tutta la regione asiatica, ma anche al di fuori del continente; grazie ai massicci afflussi di capitali e a una rapidissima espansione del credito interno, gli investimenti delle imprese hanno superato il 40% del PIL. In altre economie emergenti dell'Asia il livello degli investimenti è invece rimasto ben al di sotto dei precedenti massimi, di riflesso forse al persistere di capacità eccedenti in taluni paesi e alle pressioni della concorrenza internazionale. Tuttavia, in alcuni casi si è osservata un'accelerazione dei consumi, intervenuta spesso sotto la spinta di politiche governative volte a stimolare la domanda interna. Digni di rilievo anche i risultati conseguiti dall'India: le favorevoli condizioni climatiche hanno permesso di accrescere la produzione agricola, mentre il lento ma costante processo di riforma strutturale pare aver gradualmente migliorato il potenziale produttivo e la capacità competitiva del paese.

Nelle altre regioni emergenti l'espansione è stata in genere meno forte rispetto all'Asia, pur beneficiando in alcuni casi di influenze specifiche. La ripresa in Medio Oriente, Africa e Russia è stata ovviamente agevolata dai rincari del petrolio e di altre materie prime. In America latina essa è in larga parte dovuta al recupero seguito alle precedenti crisi in Argentina e Venezuela. L'incipiente ma ancor timida ripresa in Messico ha invece radici più profonde, dato il forte impatto positivo sull'attività economica esercitato – seppure con

ritardo – dall’accelerazione negli Stati Uniti. Le propizie condizioni di tasso di interesse sui mercati globali hanno favorito fino ad epoca assai recente lo stesso Brasile, benché non vi siano ancora chiare indicazioni di una ripresa generalizzata del paese.

Nell’Europa centrale e orientale, forse anche a causa del più lento ritmo della ripresa nell’area dell’euro, la crescita è stata preservata senza tuttavia registrare incrementi. Sui nuovi Stati membri dell’Unione europea, in particolare, hanno continuato a influire da un lato l’ottimismo per l’ingresso nella UE e i connessi afflussi di capitali, dall’altro l’esigenza di affrontare annosi e difficili problemi strutturali.

### Ulteriori sviluppi – alcuni previsti, altri meno

Con il rafforzarsi della ripresa globale si sono delineate più chiaramente altre tendenze economiche. Anche se nella gran parte dei casi esse hanno trovato un’accoglienza tutto sommato positiva, alcune sono apparse non di rado sorprendenti. Se taluni di questi esiti imprevisi siano destinati ad accrescere la vulnerabilità dell’economia mondiale – e in caso affermativo cosa possano fare al riguardo i responsabili delle politiche – sono quesiti che verranno trattati nelle Conclusioni.

Una conseguenza ampiamente prevista della maggiore espansione è stata la forte ripresa del commercio internazionale, in particolare all’interno dell’Asia. La Cina è oggi un grande importatore di beni primari e intermedi destinati all’assemblaggio e alla successiva esportazione sotto forma di prodotti finiti, e sta rapidamente divenendo il centro manifatturiero del mondo. Inoltre, il Giappone e l’India sembrano ormai vedere nell’ascesa economica cinese non tanto una minaccia quanto un’opportunità; in un siffatto contesto di crescente interscambio, ciò costituisce una novità di rilevanza storica.

Un altro sviluppo associatosi alla ripresa è stato l’ulteriore peggioramento della bilancia commerciale degli Stati Uniti. Pur essendo in linea con la crescita relativamente più rapida dell’economia americana, esso ha disorientato quanti si aspettavano che l’espansione USA avrebbe vacillato sotto il peso degli squilibri interni ed esterni. Inoltre, benché il deprezzamento effettivo del dollaro abbia contribuito a moderare il deterioramento del saldo mercantile, l’entità della variazione del tasso di cambio effettivo è stata limitata dagli interventi valutari compiuti da molti paesi per una serie di ragioni. In realtà, nella misura in cui il successivo investimento di riserve valutarie in titoli obbligazionari USA ha concorso ad abbassare i rendimenti di questi ultimi, si potrebbe argomentare che l’efficacia di entrambi i canali “elasticità” e “assorbimento” attraverso cui si realizzerà l’aggiustamento commerciale è stata attenuata. È lecito domandarsi per quanto tempo sia sostenibile questo ininterrotto flusso congiunto di beni e di capitali dall’Asia agli Stati Uniti, che – se non di nome – si configura di fatto come “vendor financing”.

Nonostante il vigore della ripresa mondiale, le pressioni al rialzo sull’inflazione dei prezzi al consumo sono divenute percepibili con chiarezza solo verso la fine del periodo in esame. Persino negli Stati Uniti, dove l’accelerazione della crescita si è accompagnata al deprezzamento esterno del

dollaro, l'inflazione si è per lo più mantenuta su livelli molto bassi, sotto la spinta di un residuo – ancorché in rapido calo – margine di capacità inutilizzata. Nell'area dell'euro, grazie anche all'apprezzamento della moneta, l'inflazione si è portata al disotto del 2% nei primi mesi del 2004, per poi rimbalzare sotto l'influsso degli accresciuti corsi petroliferi. In Giappone le pressioni deflazionistiche sono sembrate attenuarsi, e ciò anche escludendo gli errori di misurazione e gli effetti dei forti rincari di vari prezzi amministrati.

Fra le maggiori economie è stata la Cina a fornire la riprova più evidente di un incremento dell'inflazione. Data la situazione deflazionistica di partenza, un certo rialzo dei prezzi non è stato inizialmente visto con sfavore, ed è stato anzi incoraggiato dagli sforzi del governo volti a espandere il credito e aumentare gli investimenti. Negli ultimi trimestri, tuttavia, il timore di un surriscaldamento dell'economia ha cominciato sempre più a diffondersi tra le autorità, che hanno pertanto adottato una serie di provvedimenti amministrativi e di mercato per frenare sia il credito che la spesa. In diversi altri paesi del mondo industrializzato i tassi ufficiali sono saliti in risposta alla rapida crescita della domanda e a segnali di eccessi finanziari, malgrado un'inflazione corrente dei prezzi al consumo apparentemente sotto controllo.

La relativa quiescenza mostrata sinora dall'inflazione dei prezzi al consumo su scala mondiale si è di fatto accompagnata ad alcune tendenze divergenti. I prezzi dei prodotti finiti sono per lo più in calo da qualche tempo, complici i guadagni di produttività nel settore manifatturiero globale e le esportazioni delle nuove economie emergenti. Per contro, i prezzi dei servizi sono in genere aumentati più velocemente. Nel periodo sotto rassegna, a questa tendenza generale è venuto ad aggiungersi un fatto nuovo e ancor più sensazionale: i fortissimi rincari del petrolio e di altri prodotti primari, indotti non soltanto dalla ripresa economica mondiale ma anche dal crescente peso degli investimenti cinesi ad alto contenuto di materie prime. Fortunatamente, i margini di profitto hanno consentito – quantomeno fino ad oggi – di assorbire tali rialzi con relativa facilità, specie nei paesi in cui il processo di abbattimento dei costi innescato dalle precedenti difficoltà economiche e finanziarie è a uno stadio più avanzato.

In linea con l'esigenza di tenere i costi sotto controllo in un contesto internazionale di accanita concorrenza, la recente accelerazione della crescita in molti paesi industriali si è associata a un incremento moderato dei salari e a un'insolita riluttanza ad assumere personale. Negli Stati Uniti le imprese paiono aver sfruttato le nuove tecnologie incorporate nei recenti investimenti per accrescere massicciamente la produttività del lavoro. Inoltre, il forte calo del costo del denaro, insieme all'aumento degli oneri per l'assistenza sanitaria e di altre prestazioni sociali, ha fatto pendere ulteriormente la bilancia in favore dell'intensità di capitale, a tutto svantaggio della creazione di posti di lavoro. Negli ultimi tempi anche in Europa e Giappone si sono manifestate forze analoghe, favorite da impedimenti strutturali di più lunga data che ostacolano in particolare l'assunzione dei giovani e delle persone in età matura. In genere, a essere maggiormente colpiti dalla debole domanda di lavoro nell'area industriale sono stati i salariati con basso livello di scolarità, che non possono essere facilmente riqualificati quando l'innovazione

tecnologica rende esuberanti le loro posizioni; inoltre, per il tramite del contenuto di lavoro incorporato nei beni e nei servizi scambiati a livello internazionale, tale categoria perde sempre più terreno nel confronto con la manodopera a più basso costo delle economie emergenti. Nondimeno, l'atonia del mercato del lavoro non ha finora causato una generale contrazione dei consumi al di fuori dell'Europa continentale. Questo fatto è al tempo stesso sorprendente e positivo, sebbene in diversi paesi si sia accompagnato a un costante aumento dei livelli di indebitamento delle famiglie.

Un altro effetto collaterale della maggiore crescita e del più diffuso ottimismo dei mercati finanziari è stato il contributo di entrambi al miglioramento della solidità delle istituzioni finanziarie. Nel caso del Giappone e dell'Europa continentale, particolarmente utile è stata l'accresciuta facilità con cui si sono potuti stralciare dai bilanci i crediti in sofferenza. Nei paesi industriali le apprensioni per le banche, le società di assicurazione e riassicurazione e i fondi pensione si sono sensibilmente attenuate grazie alla combinazione di curve dei rendimenti insolitamente ripide, prezzi delle attività in ascesa, minori costi e più alti proventi. In Cina, per contro, con l'accelerarsi della crescita in seguito all'espansione del credito incoraggiata dalle autorità, si è cominciato a temere che molti di questi prestiti non avrebbero avuto buon esito, e ciò ha ulteriormente indebolito le istituzioni creditizie già alle prese con notevoli problemi. Maggiormente a rischio sono apparsi i finanziamenti ad amministrazioni locali e imprese statali, per le quali il profitto non costituisce una finalità primaria.

Molte istituzioni finanziarie specializzate in prodotti destinati alle famiglie, specie mutui ipotecari, hanno conseguito risultati particolarmente brillanti nel periodo in esame. In numerosi paesi industriali ciò ha promosso un generale riorientamento dell'attività del settore. Persino in Giappone è emerso un maggiore interesse delle banche per il credito a consumatori e piccole imprese, che offre margini di intermediazione più ampi. Anche in diverse economie emergenti, segnatamente in Asia e nell'Europa centro-orientale, si è osservata una propensione a favorire i prestiti alle famiglie. Se tale tendenza è stata accolta con particolare favore nelle realtà in cui persistono elevati livelli di risparmio interno, come in molti paesi asiatici, l'esperienza della Corea negli ultimi uno o due anni mostra nondimeno come il processo possa sfuggire di mano. Dopo un iniziale boom dei consumi, alimentato da una rapidissima espansione creditizia ad opera di banche ed emittenti di carte di credito, lo scorso anno la spesa delle famiglie è diminuita mentre il numero di fallimenti individuali ha registrato un balzo. Il governo coreano ha cercato di migliorare le procedure di risoluzione dal lato sia dei singoli creditori sia dei debitori, ma gli effetti contrattivi sulla crescita della domanda interna potrebbero durare ancora per qualche tempo.

La maggior parte delle istituzioni finanziarie ha beneficiato, oltre che dell'effetto generalmente favorevole esercitato sui bilanci dalla più rapida crescita, di un diffuso miglioramento nella gestione del rischio. Il cambiamento di cultura in atto nel settore finanziario – collegato in misura considerevole al processo di definizione del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale ("Basilea 2") – ha continuato a intensificarsi. Ciò nonostante, da taluni episodi

dello scorso anno sono emerse inquietanti negligenze nella governance, in entrambi i settori privato e finanziario, oltre che nella sorveglianza e nella disciplina di mercato. L'affare Parmalat, ad esempio, ha messo in luce carenze a ogni possibile livello: organi di dirigenza, revisori interni ed esterni, banche creditrici, promotori finanziari, agenzie di rating, analisti delle banche d'affari, nonché responsabili della sorveglianza su molti dei suddetti ambiti. Eppure, il più oneroso fallimento della storia non ha prodotto il benché minimo effetto sulla formazione dei prezzi nel mercato del credito alle imprese. Se si sia trattato della giusta reazione di fronte alla natura *sui generis* di un'enorme frode, ovvero di un malaugurato effetto collaterale dell'accresciuta propensione al rischio manifestata di recente dai mercati finanziari, è questione che rimane aperta. Tuttavia, la risposta potrebbe divenire sempre più evidente via via che i mercati si preparano al concretizzarsi di un rialzo dei tassi ufficiali.