

VIII. Conclusioni: far fronte ai rischi, oggi e domani

Chiunque si augurerebbe di ritrovarsi, l'anno prossimo a quest'epoca, tanto soddisfatto della performance dell'economia mondiale quanto lo siamo oggi. Le proiezioni degli analisti, nonché quelle dell'FMI e dell'OCSE, puntano in questa direzione, rispecchiando l'aspettativa che prosegua la crescita più equilibrata osservata ultimamente nell'ambito dei paesi industriali e che la domanda interna svolga un ruolo ancora maggiore nelle economie emergenti. Agli elementi positivi si aggiunge la previsione che a livello mondiale l'inflazione rimarrà generalmente moderata. I mercati finanziari paiono aver condiviso questo ottimismo. Di fatto, la bassa volatilità, almeno fino a epoca molto recente, pareva addirittura segnalare un eccezionale grado di certezza a tale riguardo. I mercati sembrano inoltre aver giudicato che le misure adottate negli ultimi tempi in molti paesi industriali avanzati per inasprire la politica monetaria sono appropriate, nonché idonee a sostenere la crescita, anziché frenarla.

Quali sono i rischi cui siamo attualmente esposti?

È sperabile che nella loro valutazione relativamente ottimistica i mercati abbiano ragione. Eppure, l'inasprimento delle condizioni creditizie dopo un periodo così lungo di distensione lascia ancora margine per due tipi di errore. In primo luogo, non si può escludere che la restrizione monetaria avrebbe dovuto essere maggiore, e più tempestiva. Un motivo per crederlo sarebbe che le pressioni inflazionistiche di fondo sono già ben radicate. Un altro è che l'orientamento relativamente espansivo continua a permettere l'accumulo di tutta una serie di "squilibri" finanziari che divengono sempre più pericolosi con il passare del tempo. Entrambe queste considerazioni parrebbero giustificare una stretta monetaria più risoluta. Il secondo possibile errore è strettamente collegato al primo: gli squilibri potrebbero aver già raggiunto dimensioni tali per cui la manovra restrittiva rischia di provocare una drastica correzione, con ripercussioni negative sulla crescita e sull'occupazione a livello mondiale. Questa argomentazione renderebbe preferibile una risposta monetaria più misurata. Stante la notevole incertezza, per non dire l'aperto disaccordo fra gli analisti quanto alla probabilità di tali sviluppi, la sola cosa chiara è che l'anno a venire non sarà facile per i responsabili delle politiche.

Quali motivi vi sono per credere che le spinte inflazionistiche siano maggiori di quanto si pensi attualmente? Anzitutto, si può ovviamente osservare che sia gli Stati Uniti sia il Giappone sono, a giudizio delle loro stesse autorità, ormai prossimi al pieno utilizzo della capacità produttiva, una fonte tradizionale di preoccupazione. Gli Stati Uniti, per giunta, corrono il rischio di un ulteriore sostanziale deprezzamento del dollaro, che potrebbe esacerbare

tali pressioni. Inoltre, l'economia mondiale continua a espandersi a ritmi eccezionalmente sostenuti, generando forse una dinamica che potrebbe rivelarsi difficile da controllare. I prezzi degli immobili residenziali sono aumentati rapidamente quasi ovunque e quelli dell'energia e di altre materie prime hanno toccato livelli record. I salari in alcune zone della Cina e in altre economie emergenti tendono anch'essi al rialzo, e l'Asia nel suo complesso appare esposta a rischi inflazionistici crescenti.

Anche a questo riguardo sussistono considerevoli incertezze. Volendo essere pessimisti, se è vero che sono stati sottovalutati gli effetti disinflazionistici prodotti globalmente dai beni a più basso prezzo provenienti dalle economie emergenti, allora è altresì pensabile che gli effetti del venir meno di tale influsso moderatore risultino maggiori del previsto. Oltre a ciò, vi è un notevole grado di incertezza riguardo alla possibilità che l'economia mondiale abbia raggiunto un punto "critico" nella capacità di ampliare l'offerta di petrolio e materie prime, con la conseguenza che i prezzi potrebbero rimanere elevati più a lungo che in passato. Volendo essere ottimisti, esistono ancora molte aree a più basso costo nelle economie emergenti, non da ultimo nella Cina centrale e occidentale, dove finirà per trasferirsi la produzione. Inoltre, è ben possibile che i progressi tecnologici compensino l'accresciuta difficoltà di reperire nuove riserve di materie prime. Tuttavia, entrambi questi processi di aggiustamento richiedono tempo. Dati i livelli attuali della domanda mondiale, vi è il rischio che nel frattempo le spinte inflazionistiche persistano. Infine, nella misura in cui la credibilità dei banchieri centrali ha beneficiato in precedenza di circostanze fortuite, tale credibilità potrebbe essere messa alla prova. Essa dovrebbe ovviamente essere difesa con vigore.

Quali motivi vi sono per credere che gli "squilibri" possano mettere a repentaglio la prospettiva ottimistica? Non è difficile individuare importanti grandezze macroeconomiche che si discostano da tempo e in misura significativa dai parametri storici. Tuttavia, il timore che un ritorno a valori più "normali" avvenga in maniera dirompente va ridimensionato nella misura in cui tali scostamenti possono essere interpretati e giustificati in quanto fenomeni di natura permanente. Purtroppo, una spiegazione basata su queste grandezze "fondamentali" non sembra sufficiente a chiarire né la portata né la durata delle circostanze insolite osservabili attualmente. Ciò lascia spazio a una spiegazione complementare: questi fenomeni potrebbero essere collegati al fatto che vi sia stata una liquidità globale così abbondante per così tanto tempo.

L'esempio forse più importante di un "fondamentale" incapace di spiegare in modo adeguato gli andamenti finanziari proviene dal mercato dei titoli di debito a lunga scadenza negli Stati Uniti. All'aumentare dei tassi ufficiali i rendimenti a lunga sono scesi, un fenomeno che notoriamente è stato etichettato come enigma. Più di recente, il livello bassissimo degli spread applicati al debito sovrano dei mercati emergenti, rimasto tale anche quando i tassi a lunga sono saliti, potrebbe spiegarsi con la performance generalmente migliore delle rispettive economie. Ma il netto calo della dispersione dei rendimenti fra economie con risultati economici molto disparati resta un rompicapo. La forte ascesa dei prezzi delle azioni e delle abitazioni in quasi tutto il mondo appare difficilmente conciliabile con le ampie differenze nelle

prospettive di crescita interna. Ed è altresì difficile cogliere la logica della fenomenale crescita di fusioni e acquisizioni societarie, in particolare in Europa: quali motivi vi sono per ritenere che siano improvvisamente migliorate le prospettive di creare plusvalore mediante la ristrutturazione, specie quando la propensione a nuovi investimenti appare ancora relativamente scarsa?

Infine, resta di difficile interpretazione anche il vigore che fino a pochissimo tempo fa ha mostrato il dollaro, malgrado il disavanzo esterno record degli Stati Uniti e un accumulo di debito senza precedenti da parte delle famiglie. A un attento esame, gli argomenti in voga basati sulla presunta esistenza di una "materia oscura", su un tacito "matrimonio di convenienza" fra debitori e creditori e sull'"attrattiva intrinseca" delle attività statunitensi altamente produttive non riescono a convincere della sostenibilità degli attuali squilibri internazionali. Per spiegare la resilienza del dollaro è d'obbligo fare nuovamente ricorso ai differenziali di interesse a breve termine, e in special modo ai bassi tassi tuttora prevalenti al di fuori degli Stati Uniti. Ancora una volta, sono le condizioni monetarie a fornire un tassello per la soluzione del rebus.

Considerando la complessità della situazione e i limiti della nostra conoscenza, è oltremodo arduo predire come evolveranno le cose. Da un lato, si può facilmente sostenere, e del resto tale è l'opinione prevalente, che l'esito più probabile rimanga quello di un riequilibrio ordinato. A titolo di esempio, si considerino gli attuali sbilanci internazionali di conto corrente. In linea teorica, se il dollaro calasse accrescendo la domanda estera di beni prodotti negli Stati Uniti, i tassi di interesse USA potrebbero salire e moderare la domanda interna quel tanto che basta per evitare un incremento dell'inflazione senza aggravare la disoccupazione. Se, a sua volta, la domanda interna di altri paesi aumentasse quel tanto che basta per rimpiazzare quella proveniente dagli Stati Uniti, non vi sarebbero ripercussioni negative nemmeno per la crescita e l'inflazione globali. Dall'altro lato, si possono altrettanto facilmente individuare forze capaci di compromettere l'ordinato decorso dei vari processi di riequilibrio. Alcune di esse potrebbero provocare una fragorosa esplosione di turbolenza nei mercati, altre dar luogo a un prolungato e penoso periodo di crescita stentata. Se l'ordinato aggiustamento atteso non dovesse materializzarsi, l'alternativa potrebbe senz'altro consistere in una combinazione di entrambi questi esiti.

I timori riguardo a un'esplosione di turbolenza si giustificano nella misura in cui vi siano un fattore scatenante e motivi per credere che la dinamica dei prezzi nei vari mercati possa sfuggire al controllo. Sfortunatamente, in entrambi i casi non mancano candidati. Quanto al fattore scatenante, non si può escludere che un inasprimento monetario globale agisca da catalizzatore. Mentre il processo di restrizione è già iniziato, e senza incidenti, una manovra monetaria sincrona resta soltanto un'ipotesi, ma un'ipotesi assai concreta. Un'altra eventualità è quella dell'adozione di nuove leggi protezionistiche, in particolare nei confronti della Cina o dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente. Essa rischierebbe senz'altro di ostacolare l'ordinato finanziamento del deficit corrente statunitense, giacché tali paesi sono al momento i maggiori acquirenti di passività in dollari USA. Infine, un altro fattore scatenante potrebbe essere l'improvviso fallimento o il ricorso a forme

di protezione giuridica da parte di una grande società con importanti interessi finanziari. Nondimeno, una volta menzionate queste possibilità, va anche riconosciuto che a innescare la maggior parte delle crisi finanziarie degli ultimi decenni sono stati fattori quasi del tutto imprevedibili.

Esistono inoltre varie ragioni inerenti ai singoli mercati per temere un certo disordine qualora prenda avvio un processo di aggiustamento dei prezzi verso livelli più normali. Nei maggiori paesi industriali hanno fatto il loro ingresso nei mercati finanziari molti nuovi operatori e molti nuovi prodotti, sempre più complessi e opachi. La liquidità del mercato in questo mutato contesto deve ancora essere messa alla prova. L'intensificarsi delle operazioni speculative di *carry trade*, osservato negli ultimi anni, comporta poi il pericolo di una massiccia liquidazione di posizioni simili che, al limite, potrebbe causare un deterioramento interattivo dei rischi di mercato, di credito e di liquidità. Interazioni di questo tipo si sono di fatto già verificate in passato. Problemi analoghi potrebbero interessare anche le economie emergenti, e anzi forse sono già affiorati, vista l'entità degli afflussi di capitali nell'ultimo anno circa.

Passando a considerare i principali mercati valutari, anche qui vi è motivo di temere che le oscillazioni dei tassi di cambio possano essere ampie e potenzialmente disordinate. Anzitutto, va detto che l'aggiustamento di fondo dei flussi commerciali potrebbe richiedere molto tempo. Un abbassamento del disavanzo corrente statunitense anche solo al 3% del PIL potrebbe implicare lo spostamento di milioni di lavoratori dal settore *non-tradable* a quello *tradable*. Ciò non potrà avvenire da un giorno all'altro. Per giunta, poiché negli Stati Uniti le importazioni sono pari a oltre una volta e mezza le esportazioni e la crescita resta ancora molto più rapida di quella di tante altre economie, per migliorare la bilancia corrente sarà necessario un incremento sostanziale della competitività. Il fatto che gli esportatori verso gli Stati Uniti siano stati in grado di ridurre i costi in risposta al deprezzamento del dollaro, preservando così i margini di profitto e attenuando la traslazione degli effetti di cambio, costituirebbe anch'esso, se venisse a ripetersi, un ostacolo all'aggiustamento. Naturalmente, quanto più quest'ultimo si protrarrà, tanto più cresceranno l'accumulo di passività esterne e il futuro onere per il servizio del debito. In effetti, sebbene il conto dei redditi da capitale statunitense abbia continuato a registrare afflussi fino a un'epoca piuttosto recente, basta un semplice calcolo per capire che esso è destinato a subire un ulteriore sensibile peggioramento.

In siffatta situazione gli acquirenti sia privati sia pubblici di passività in dollari potrebbero a un certo punto spazientirsi. Il settore privato estero detiene gran parte delle passività denominate in dollari, e un'attività di copertura anche moderata potrebbe avere un forte impatto sui cambi. Per quanto riguarda i portafogli del settore pubblico, che pure dovrebbero mostrare una maggiore stabilità, è comunque possibile individuare potenziali fonti di tensione. Un deprezzamento anche modesto del dollaro provocherebbe pesanti perdite per i principali detentori di riserve, un fatto che rischierebbe di avere delicati risvolti politici. Inoltre, un più ampio volume di riserve affluisce oggi ai paesi esportatori di energia, i quali potrebbero basare

maggiormente le proprie decisioni di investimento su mere considerazioni di rischio/rendimento. È infine plausibile ipotizzare che la percezione di cambiamenti nel comportamento dei detentori ufficiali accentui i cambiamenti sul versante privato.

Tutte queste considerazioni portano a concludere che nei mercati in cui i prezzi riflettono uno scenario ottimale è elevata la probabilità di un ritorno su valori più normali. Inoltre, date le interrelazioni fra tutti questi mercati, sia nazionali che internazionali, è ragionevolmente possibile che condizioni di acuto stress in uno di essi si propaghino ad altri. Si consideri, ad esempio, l'ipotesi di una brusca caduta del dollaro. Nell'attuale contesto, il premio di rischio per la detenzione di attività denominate nella moneta statunitense potrebbe aumentare. Ciò si manifesterebbe probabilmente in un rialzo dei tassi di interesse a lungo termine che, a sua volta, produrrebbe un impatto su altri mercati, compresi quelli degli immobili residenziali. Un altro esempio è offerto dal costo ancora relativamente basso della protezione contro la volatilità del mercato. Se questo costo dovesse crescere considerevolmente in seguito all'emergere di tensioni in taluni segmenti, praticamente tutti i mercati ne risentirebbero.

Molti senza dubbio contesteranno la probabilità di un'improvvisa esplosione di turbolenza nel mercato, ma resta pur sempre la possibilità di un protratto periodo di crescita stentata dell'economia reale. In altri termini, i vari squilibri di cui si è detto potrebbero risolversi gradualmente, ma in modo tale da gravare pesantemente e a lungo sulla spesa mondiale. Non è del tutto remota l'eventualità che i tassi di risparmio delle famiglie, attualmente bassissimi, tornino ad aumentare in molti paesi, e in particolare negli Stati Uniti. Questa potrebbe essere una spontanea reazione precauzionale di fronte ai crescenti livelli di indebitamento o ai timori della generazione del *baby boom* che non vengano pienamente onorati gli impegni assunti dagli schemi pensionistici sia privati sia pubblici. Oppure potrebbe costituire una risposta a tassi di interesse crescenti, a tensioni nei mercati o a incertezze riguardo al valore futuro delle attività. Il fatto che i prezzi delle abitazioni siano saliti così in alto in così tanti paesi e che questo effetto di "ricchezza" paia aver incoraggiato un aumento della spesa rende più verosimile un tale esito. La realtà è che, per un paese nel suo insieme, la ricchezza associata a incrementi di prezzo delle abitazioni è perlopiù illusoria. Trattandosi di una variazione dei prezzi relativi, i vantaggi per coloro che ne ricavano un guadagno sono in gran parte controbilanciati dai costi per quanti subiscono una perdita. Quando questi ultimi adegueranno infine il proprio comportamento, le ripercussioni negative per l'economia saranno rilevanti.

Squilibri di altro tipo rischiano di causare danni analoghi. In Cina è da temere soprattutto che le allocazioni distorte del capitale finiscano per tradursi in un calo dei profitti, e che ciò si ripercuota a sua volta sul sistema bancario, sulla politica fiscale e più in generale sulle prospettive di crescita. Sarebbe questo l'epilogo classico di un protratto periodo di espansione alimentata dal credito. Del resto, un'evoluzione simile si era già osservata in passato in Giappone. Per giunta, gli effetti sui paesi industriali di un siffatto esito potrebbero essere persino più gravi di quanto si ritenga attualmente. In tali

circostanze, il potenziale manifatturiero già formidabile e in forte crescita della Cina sarebbe sicuramente indirizzato in misura ancora maggiore verso i mercati di esportazione. Se ciò dovesse avvenire proprio in concomitanza con un aggiustamento negli altri paesi, le interazioni che ne deriverebbero – sul piano economico, politico e sociale – rappresenterebbero una grande sfida per i settori sia pubblico che privato.

Al momento attuale non ci troviamo evidentemente nella situazione di dover affrontare problemi di questo genere, che restano peraltro poco probabili. L'evoluzione più verosimile continua a essere quella delineata dalle previsioni prevalenti. Tuttavia, il costo economico che implicherebbero tali rischi, semmai dovessero concretizzarsi, appare tale da giustificare alcune riflessioni sulla risposta migliore da parte delle autorità. Queste riflessioni non intendono essere una previsione, ma piuttosto un esercizio di prudenza. Non vi è nulla di contraddittorio nell'aspettarsi il meglio e prepararsi al peggio, specie se i costi dell'imprevisto rischiano di essere elevati.

Come ridurre i rischi attuali?

Oggi siamo confrontati non soltanto con le normali incertezze associate alla risposta a incipienti pressioni inflazionistiche, ma anche con le preoccupazioni inerenti a vari squilibri finanziari, sia interni che esterni. Questi squilibri sono il prodotto di oltre un decennio contraddistinto da una robusta crescita dell'offerta globale, da una domanda interna relativamente debole nelle grandi economie al di fuori degli Stati Uniti e da un eccessivo ricorso a politiche monetarie accomodanti per ridurre gli *output gap*. Comprendere il cammino che ci ha portati fin qui è di importanza fondamentale per la scelta delle politiche idonee a ridurre i rischi attuali.

L'aumento dell'offerta è in gran parte legato al ritorno sulla scena mondiale di economie precedentemente chiuse, favorito dai progressi compiuti ovunque nel campo delle comunicazioni e della tecnologia. A ciò va aggiunta la sempre più rapida crescita della produttività, specie negli Stati Uniti. La perdurante deregolamentazione nei mercati sia dei beni sia dei fattori nei paesi industriali contribuisce anch'essa a spiegare gli shock positivi di offerta degli ultimi dieci anni circa.

Per quanto riguarda la debolezza della domanda, in Asia sono osservabili gli elevati tassi di risparmio tipici di chi deve far fronte alle grandi incognite del cambiamento strutturale, ma anche l'effetto dei tempi lunghi necessari ad adeguare le abitudini di spesa a livelli di reddito in rapido aumento. Quest'ultimo problema si pone altresì ai governi dei paesi esportatori di petrolio e di altre materie prime. Nei paesi industriali sono parimenti individuabili due carenze strutturali. La prima consiste nella protratta incapacità della Germania e del Giappone di riprendersi pienamente dalle tensioni causate rispettivamente dalla riunificazione e dalla bolla speculativa. In entrambi i casi il cambiamento strutturale non è stato affrontato con la dovuta energia e rapidità. La seconda carenza è che in quasi nessun paese la politica di bilancio è riuscita finora a risolvere i problemi associati agli eccessi degli anni settanta e dei primi anni ottanta. Dopo quel periodo i paesi industriali, salvo il

Giappone, si sono ritrovati con uno scarso margine di manovra nelle fasi discendenti, e oggi persino il Giappone è in questa stessa situazione. In molti paesi, specie europei, il problema sarebbe risolto da tempo se le politiche di bilancio fossero state inasprite in modo molto più aggressivo negli anni di robusta crescita dell'economia.

In un tale contesto la politica monetaria si è trovata a dover fronteggiare non solo la tendenza secolare di una domanda carente, ma anche periodiche crisi associate a turbative nel sistema finanziario. Fino a oggi le autorità monetarie sono riuscite egregiamente nel loro compito, mantenendo alta la crescita e bassa l'inflazione. Tuttavia, col passare del tempo sono emersi in misura via via maggiore effetti collaterali indesiderati. Ogniquale volta la crescita è stata minacciata da shock, la riduzione dei tassi di interesse ha incoraggiato non soltanto la spesa, come era nelle intenzioni, ma anche, e sempre più spesso, una progressiva accumulazione di debito, dapprima da parte delle imprese, ora anche delle famiglie. La crescente liberalizzazione finanziaria ha rafforzato questo meccanismo di trasmissione, e ai paesi con sistemi finanziari più sofisticati è stato altresì possibile sostenere ampi disavanzi correnti. Di fatto, in ogni occasione in cui la politica monetaria è stata utilizzata con successo a fini anticiclici, si è reso più rischioso il successivo inasprimento e meno efficace il successivo allentamento.

Cosa può ancora essere fatto per ridurre i rischi cui siamo esposti nella perdurante fase espansiva globale? La prima ovvia risposta è che le politiche monetarie a livello mondiale vanno coadiuvate se si vogliono evitare movimenti destabilizzanti dei tassi di interesse e di cambio. In particolare, occorre l'aiuto di quelle politiche che tanto sono mancate in passato, ossia le politiche di bilancio e di riforma strutturale.

La politica di bilancio dovrebbe essere generalmente inasprita, sia nei paesi industriali sia nelle economie emergenti. Ciò consentirebbe anche di recuperare spazio di manovra per il futuro. L'esigenza di rigore fiscale è particolarmente acuta negli Stati Uniti, così come negli altri paesi alle prese con ampi disavanzi sia del bilancio pubblico sia del conto corrente. Un programma credibile di restrizione fiscale a medio termine nei paesi deficitari rassicurerebbe inoltre i creditori esteri sul fatto che i loro interessi sono tutelati nel più lungo periodo. Indirettamente, esso fornirebbe anche un positivo contributo all'aggiustamento ordinato del dollaro.

Date le dimensioni degli squilibri commerciali internazionali, sono altamente desiderabili modifiche strutturali volte ad agevolare il trasferimento di risorse fra i settori *tradable* e *non-tradable*. Tali modifiche contribuirebbero altresì a ridurre la necessità di variazioni ampie, e potenzialmente dirompenti, dei tassi di cambio nominali. Rivitalizzare il settore dei beni oggetto di scambio internazionale negli Stati Uniti non sarà impresa facile dal momento che, per alcuni prodotti, si è notevolmente ristretta la base industriale. Ma la ben nota flessibilità dell'economia statunitense è motivo di ottimismo. Oltre a ciò, si potrebbero ridurre le esistenti agevolazioni fiscali al fine di raffreddare il mercato degli immobili residenziali, archetipo del bene *non-tradable*, mentre una qualche forma di imposta sui consumi potrebbe concorrere a innalzare il tasso di risparmio delle famiglie, che è all'origine del disavanzo corrente

statunitense. Negli altri paesi sarà invece necessario adottare misure per incoraggiare il consumo e la produzione di *non-tradable*. In molti casi, soprattutto in Cina, ma anche in Germania e Giappone, si fa ancora eccessivo assegnamento su una crescita trainata dalle esportazioni. Occorre ripensare le normative ufficiali e gli altri incentivi che favoriscono questa tendenza, specie perché in tutti e tre i paesi il rapido invecchiamento della popolazione rende prioritaria l'esigenza di accrescere la produttività nel settore interno dei servizi.

Anche per la politica monetaria a livello mondiale la rotta appropriata nelle attuali circostanze sarebbe quella dell'inasprimento. Sia che i timori si concentrino sull'aumento delle spinte inflazionistiche a breve oppure sulla minaccia posta dagli squilibri al proseguimento di una crescita sostenuta, gli indicatori puntano comunque nella stessa direzione. Ciò detto, l'intensità delle pressioni che originano da questi due fattori varia a seconda dei paesi. Ad esempio, nell'Europa continentale i livelli di capacità eccedente sono ancora più alti e gli squilibri finanziari meno evidenti che negli Stati Uniti o in vari paesi industriali con un obiettivo esplicito di inflazione, nei quali appare pertanto appropriato un grado di inasprimento maggiore. Tale conclusione è ulteriormente confortata dalle rispettive posizioni sull'estero. Nelle economie in disavanzo è necessaria una riduzione della spesa interna, e un possibile modo per ottenerla è appunto il rialzo dei tassi di interesse.

Fatta questa raccomandazione generale, la scelta degli esatti contorni dell'indirizzo restrittivo non sarà facile. Fra i problemi figura, non da ultimo, quello del metro di misura congruo per valutare le tendenze di fondo dell'inflazione, un punto sul quale esiste ampia disparità di vedute. Per i paesi industriali il nocciolo del problema risiede nello spostamento importante e protratto dei prezzi relativi derivante dal forte rincaro delle abitazioni e dell'energia e dalla dinamica assai più contenuta dei manufatti. Da quale premessa dovrebbero muovere i responsabili delle politiche: che con il tempo l'inflazione generale scenda dai più elevati livelli attuali ai valori dell'inflazione di fondo, o viceversa? I paesi emergenti sono confrontati con problemi analoghi, resi ancor più acuti dall'importanza relativa di un'altra componente volatile degli indici dei prezzi, i prodotti alimentari. In un contesto del genere, forse la sola conclusione da trarre è che le autorità dovrebbero assegnare un peso ancora maggiore alle tendenze di più lungo periodo dell'inflazione, anziché concentrarsi sul conseguimento di obiettivi quantitativi a breve termine.

Un'ulteriore complicazione deriva dal fatto che stanno cambiando anche i riferimenti assunti dalle banche centrali per stabilire i tassi di interesse. Con il procedere della globalizzazione è probabile che gli indicatori del sottoimpiego mondiale diventino sempre più utili quale complemento delle più tradizionali misure delle spinte inflazionistiche a livello nazionale. Nel contempo, di riflesso alle crescenti preoccupazioni per l'effetto degli squilibri finanziari sulla crescita e sull'inflazione, è necessario prestare maggiore attenzione agli indicatori di natura finanziaria. Vi è inoltre una crescente consapevolezza che i processi economici hanno spesso caratteristiche non lineari: aspettative di inflazione ancorate possono diventare instabili, squilibri apparentemente benigni possono

dare luogo a un'improvvisa ondata di vendite nei mercati finanziari e così via. Infine, in un mondo più globalizzato assumono più importanza le scelte compiute dai responsabili delle politiche degli altri paesi. Un eventuale inasprimento significativo e simultaneo in tutti i principali centri finanziari può produrre un effetto disinflazionistico complessivo sensibilmente maggiore della somma degli effetti singoli. Pertanto, sebbene la restrizione monetaria appaia desiderabile pressoché ovunque, essa dovrà essere attuata con cautela e misura.

Nella maggior parte dei paesi le scelte di politica monetaria saranno influenzate per certi versi anche dal problema degli squilibri esterni e dall'impatto che essi avranno sui tassi di cambio. Un timore espresso più volte è che tale processo di correzione diventi disordinato, specie nei principali mercati valutari dove ha luogo gran parte delle contrattazioni. La probabilità di un tale esito si ridurrebbe qualora l'onere dell'aggiustamento verso l'alto del cambio fosse condiviso in misura sostanzialmente proporzionale alle dimensioni dell'avanzo corrente. Ciò implica in particolare che le monete asiatiche dovrebbero apprezzarsi ancora. Fortunatamente vi sono indicazioni secondo cui le banche centrali asiatiche sono consapevoli di questa necessità, non da ultimo il fatto che molte di loro hanno ridotto gli interventi sui mercati valutari. La Cina continua tuttavia a rappresentare un'importante eccezione, avendo accumulato nel corso del 2005 riserve aggiuntive per \$200 miliardi. In questo paese, così come altrove in Asia, una maggiore flessibilità del cambio accrescerebbe inoltre il margine di manovra per l'inasprimento monetario, il che sarebbe auspicabile, in considerazione dei generali timori riguardo al surriscaldamento dell'economia interna e, nel caso della Cina, delle preoccupazioni legate all'allocazione distorta degli investimenti.

Osservando le politiche in atto, o persino quelle per cui esiste solo un impegno credibile, sarebbe chiaramente sbagliato affermare che i rischi connessi con l'aggiustamento esterno siano stati effettivamente eliminati. Molti dei principali protagonisti continuano a concentrarsi in maniera quasi esclusiva sulle priorità nazionali, in parte economiche in parte politiche, ed è quindi probabile che gli squilibri esterni si aggravino ulteriormente. Quel che occorre alla luce di tutto ciò è una soluzione cooperativa in base alla quale, per il bene comune, ciascuno dei principali paesi accetti compromessi sul piano interno in cambio di compromessi analoghi da parte degli altri. Nella maggioranza dei casi, le politiche appropriate non sono difficili da individuare, e a esse si è già fatta allusione in precedenza.

Il vero problema è quello della loro attuazione. Come indispensabile presupposto, tutti i principali attori devono anzitutto riconoscere che i costi ultimi dell'inazione sono verosimilmente molto maggiori di quelli di una soluzione cooperativa. Un brusco deprezzamento del dollaro potrebbe innalzare l'inflazione negli Stati Uniti e mettere a repentaglio la situazione finanziaria e le prospettive di crescita dei creditori europei e asiatici. Senza contare che potrebbe aggravare le già deprecabili tendenze protezionistiche in tutto il mondo. Il riconoscimento di questi rischi dovrebbe promuovere uno spirito più cooperativo che, con un po' di fortuna, potrebbe bastare a guidarci attraverso le insidie che ancora ci attendono.

Cosa fare se i rischi si concretizzano?

È impossibile prevedere dove e quando potrebbero concretizzarsi i rischi insiti negli attuali squilibri. Nondimeno, come già detto in precedenza, due scenari appaiono plausibili: il primo consistente in uno shock breve e intenso che investirebbe i mercati finanziari internazionali, il secondo in un prolungato periodo di crescita mondiale lenta, man mano che rientrano gli squilibri. In realtà, elementi di entrambi gli scenari potrebbero presentarsi contemporaneamente.

Si consideri per cominciare un evento isolato potenzialmente in grado di destabilizzare i mercati finanziari. Come prepararsi in vista di una simile evenienza? Innanzitutto, sarebbe importante garantire sul piano nazionale l'integrità delle linee di comunicazione fra le principali società finanziarie, le rispettive autorità di vigilanza, la banca centrale e i gestori delle componenti dell'infrastruttura finanziaria che hanno rilevanza sistemica. Un'apertura analoga andrebbe inoltre assicurata sul piano internazionale. Il dibattito sulle problematiche inerenti al paese di origine/paese ospitante in corso fra gli organi di regolamentazione di giurisdizioni diverse sta facendo progredire questo dialogo, così come i vari memorandum di intesa che specificano competenze, modalità e tempi dell'azione. In seno a diversi consessi europei si sono inoltre realizzate simulazioni internazionali di scenari critici per cui si richieda l'intervento delle autorità, ritraendone utili insegnamenti. A livello mondiale, il Forum per la stabilità finanziaria, che riunisce gli esponenti di banche centrali, autorità di regolamentazione e dicasteri finanziari di molte grandi economie, nonché i rappresentanti delle istituzioni finanziarie internazionali e dei comitati specializzati, ha già fornito un contributo sostanziale alla prevenzione delle crisi. Presumibilmente, esso potrebbe svolgere un utile ruolo anche nella loro gestione e risoluzione.

Nondimeno, sono ancora molti i miglioramenti possibili e desiderabili. Le normative nazionali che impediscono la tempestiva condivisione internazionale di informazioni di importanza cruciale continuano a rappresentare un rilevante ostacolo alla gestione delle crisi. E ciò che forse più conta, non vi è accordo sulla ripartizione internazionale degli oneri in caso di difficoltà. Che si tratti della tutela dei depositi, di linee creditizie di emergenza o della ristrutturazione di una banca con operatività internazionale, i costi finali potrebbero essere ingenti. Senza un accordo preliminare sulla loro allocazione, un'efficace gestione della crisi potrebbe essere facilmente compromessa dall'azione di singole autorità mosse da quelli che considerano essere i loro interessi nazionali.

In teoria, sarebbe anche possibile valutare preventivamente il grado di preparazione delle istituzioni finanziarie ad affrontare problemi di questo tipo. Oggigiorno quasi tutte le società finanziarie eseguono prove di stress, il che è molto positivo. Tali prove si basano però su ipotesi semplificatrici, le quali, per forza di cose, non rispecchiano la complessità degli avvenimenti del mondo reale. Le società finanziarie dovrebbero prendere atto di questi limiti allorché cercano di premunirsi contro eventuali difficoltà e dotarsi di un patrimonio adeguato. Quel che è forse più importante, esse dovrebbero vagliare le

implicazioni per le dinamiche di mercato derivanti dalla possibilità che altre istituzioni reagiscano nello stesso modo a determinati shock – magari anche sulla base di raccomandazioni prudenziali – e prepararsi di conseguenza. Gli organi di regolamentazione dovrebbero parimenti ponderare tale eventualità. Sarebbe quantomeno auspicabile una più ampia condivisione dei risultati delle prove fra controparti e autorità.

I preparativi compiuti in vista di potenziali problemi andrebbero a integrare l'ampia gamma di misure adottate negli anni per rafforzare la solidità di fondo di istituzioni finanziarie, mercati, sistemi di pagamento e di regolamento. Una proposta più recente che merita maggiore attenzione è quella di creare preventivamente banche "pronte per l'uso", ossia soggetti giuridici in grado di assumere in tempi brevissimi le funzioni vitali di un'istituzione finanziaria fallita, arginando così gli effetti indotti dalla sua chiusura. Si tratterebbe di un altro modo per limitare la condiscendenza regolamentare, che spesso ha rappresentato un problema in passato.

Cosa potrebbero fare le autorità in presenza di una crisi? La risposta tradizionale sarebbe un'iniezione di liquidità mirata a determinate istituzioni. In un mondo in rapida evoluzione ciò solleva tuttavia alcuni quesiti. Ad esempio, quali dovrebbero essere in un sistema finanziario sempre più improntato al mercato i beneficiari di tale sostegno: le sole banche nazionali, o anche le banche estere, le istituzioni finanziarie regolamentate, le società veicolo emittenti di titoli garantiti da attività, o altri soggetti ancora? Un ulteriore quesito concerne l'adeguatezza delle garanzie reali, in particolare la validità giuridica dell'accettazione di strumenti internazionali e la possibilità che il valore delle garanzie venga gravemente intaccato in caso di crisi. Un terzo aspetto riguarda l'opportunità di concordare in anticipo una serie di condizioni in base alle quali determinare se fornire o meno un sostegno di liquidità. Se fino a non molto tempo fa era cosa abituale parlare dell'esigenza di un'"ambiguità costruttiva" per evitare il *moral hazard*, oggi giorno è sempre più frequente fra le banche centrali il riferimento a una "chiarezza costruttiva". Ciò equivale, nella sostanza, a incitare le banche affinché prendano esse stesse tutte le ragionevoli misure atte a garantire la propria solidità, quale presupposto per poter beneficiare *in extremis* dell'aiuto delle autorità.

In un mondo maggiormente orientato al mercato è in realtà più probabile che un'iniezione generalizzata di liquidità e un abbassamento dei tassi di interesse siano la risposta ufficiale prescelta per far fronte a un grave incidente finanziario. È quanto abbiamo già osservato in più occasioni nel recente passato. Una complicazione potrebbe sorgere qualora si verificassero andamenti divergenti fra i vari paesi, capaci di provocare variazioni indesiderate dei tassi di cambio. In questo caso, una migliore comunicazione fra le banche centrali sul modo in cui intendono reagire agli shock potrebbe contribuire a risolvere la questione. Un altro ordine di problemi può poi sopraggiungere allorché i tassi di interesse vengono mantenuti bassi per un periodo prolungato, ben superiore a quello necessario a ripristinare il normale funzionamento dei mercati. È tuttavia più opportuno affrontare questi ultimi aspetti nel contesto del secondo scenario critico, consistente in un periodo potenzialmente lungo di lenta crescita mondiale, che potrebbe

accompagnarsi – anche se non necessariamente – a gravi turbative nel sistema finanziario.

Quale dovrebbe essere la risposta appropriata sul piano delle politiche nel caso in cui forze avverse minacciassero le prospettive di crescita? L'analisi dei precedenti storici evidenzia quattro fattori che, interagendo fra loro, possono avere conseguenze veramente deleterie. Primo, i tassi di interesse reali possono essere ancora troppo alti per rilanciare l'economia, tanto più se quelli nominali hanno raggiunto la soglia zero e i prezzi si muovono al ribasso. Secondo, i salari reali possono essere in aumento e i profitti in calo. Questa situazione è ancora più probabile laddove i salari nominali sono vischiosi verso il basso e i prezzi diminuiscono. Terzo, un indebitamento elevato può imporre gravosi oneri per il servizio del debito, che vanno a intaccare la spesa. Quarto, la debolezza dell'economia reale può ripercuotersi sul sistema finanziario, traducendosi in una stretta creditizia e deprimendo ulteriormente la spesa. In tali circostanze si tratta di capire in che modo la politica monetaria possa essere impiegata per neutralizzare ciascuno di questi canali, ben sapendo che ogni intervento raccomandato potrebbe avere risvolti non solo positivi, ma anche negativi.

Nell'ipotesi di una recessione sembrerebbe del tutto naturale ridurre i tassi di interesse per stimolare la domanda aggregata. Tuttavia, dati i livelli elevati di debito accumulato durante le precedenti fasi distensive, tale approccio potrebbe non funzionare nel modo sperato. In Giappone l'allentamento senza precedenti delle politiche monetaria e fiscale negli anni novanta non bastò a imprimere una svolta all'economia. Del pari, negli Stati Uniti nonostante l'indirizzo eccezionalmente accomodante adottato dopo il 2001, la ripresa che seguì fu fra le più deboli del periodo postbellico, specie in termini di investimenti fissi e occupazione.

Va inoltre riconosciuto che un livello molto basso dei tassi di interesse nominali può avere rilevanti effetti collaterali negativi, non da ultimo sull'offerta aggregata. Dopo un periodo di eccessiva spesa, il basso costo dell'indebitamento può consentire a società "zombie" di rifinanziare i propri debiti e sopravvivere, come accaduto in Giappone, a scapito delle imprese più solide. Esso fornisce altresì un forte impulso all'attività di fusione e acquisizione, anche se questa, alla luce dell'evidenza storica, non di rado distrugge valore più che crearlo. Inoltre, i bassi tassi di interesse rappresentano un trasferimento di risorse dai creditori ai debitori, che con il tempo riduce il risparmio e la formazione di capitale e può infine essere di ostacolo a un aumento del tenore di vita. Non vanno poi dimenticate le conseguenze negative che i bassi tassi di interesse producono sui mercati finanziari. La ricerca di rendimenti più elevati può causare gravi distorsioni e accrescere il potenziale di instabilità, poiché gli investitori non soltanto acquistano attività intrinsecamente più rischiose, ma lo fanno ricorrendo in misura crescente alla leva debitoria. Per giunta, non è facile trovare una "strategia di uscita" da questo corso delle politiche. Già ora stiamo sperimentando difficoltà di questo tipo, ed esse saranno ancora più acute nel prossimo ciclo se i livelli di indebitamento continueranno a crescere.

Tali considerazioni implicano che, qualora si dovesse verificare un protratto periodo di debole crescita mondiale, le politiche di allentamento

monetario e fiscale andrebbero integrate da altre misure più strutturali. Dato che una solida redditività delle imprese è condizione necessaria per il rilancio della spesa in investimenti, gli interventi volti a contenere la progressione dei salari e ad aumentare la produttività presentano una certa attrattiva. Anche in questo caso, tuttavia, vi sono risvolti negativi. Anzitutto, così come per l'allentamento monetario, non è sicuro che tali interventi funzionino. In Giappone la crescita dei salari è stata assai contenuta per anni, ma gli investimenti non hanno dato alcun segno di ripresa fino a epoca recente. Inoltre, più basse retribuzioni a un minor numero di lavoratori implicano inizialmente una riduzione del monte salari, e quindi anche del reddito e della spesa delle famiglie. Sempre in Giappone, gli effetti sulla domanda delle famiglie sono stati attenuati da un forte calo del loro risparmio. Questa possibilità sarebbe tuttavia più remota in quei paesi, come attualmente gli Stati Uniti, in cui il tasso di risparmio delle famiglie è già esiguo.

Affrontare in modo diretto l'accumulo di debito può anche contribuire a evitare problemi nel più lungo periodo. Di fatto, è possibile che la tendenza alla cartolarizzazione del debito, unitamente ai nuovi strumenti per il trasferimento del rischio di credito, stia già accrescendo l'incidenza dei fallimenti societari rispetto a "risoluzioni ordinate" orchestrate da banche bendisposte. Vi sono validi motivi per raccomandare una pronta individuazione delle insolvenze effettive dei debitori e una loro pronta risoluzione. In tal modo si può rimuovere dal sistema una buona dose di incertezza. Di indubbio interesse sarebbe inoltre l'avvio di un processo che consenta di massimizzare il valore delle attività restanti. Se, così facendo, fosse altresì possibile rimuovere capacità produttiva dai settori in cui i profitti sono stati compressi a livelli molto bassi, pure questo contribuirebbe a correggere gli squilibri dal lato dell'offerta accumulati in precedenza.

Analogamente alle altre risposte appena menzionate, anche una riduzione esplicita del debito presenta degli svantaggi. Il primo e più ovvio è quello del *moral hazard*, sebbene la legislazione fallimentare possa essere concepita in modo da attenuare questo rischio. Il secondo svantaggio è che un precoce ed esplicito riconoscimento dell'impossibilità di onorare il servizio del debito potrebbe ripercuotersi sullo stato di salute del sistema bancario. Nell'attuale situazione dei paesi industriali, dove la cartolarizzazione dei crediti è ormai assai diffusa, ciò non parrebbe un grosso problema. Tuttavia, i prestiti immobiliari e i crediti al consumo potrebbero pur sempre costituire una fonte di turbative. Inoltre, nei sistemi bancari dei paesi emergenti il ricorso su larga scala alla remissione di debito o a procedure fallimentari potrebbe comunque mettere a repentaglio la solvibilità di singole istituzioni e fors'anche la capacità di funzionamento del sistema nel suo insieme.

Una volta accettata questa sfida, tale approccio offre anche un'opportunità. Nella misura in cui le perdite sono sopportate dal sistema bancario, ed esplicitamente riconosciute come tali, gli effetti collaterali dei precedenti eccessi vengono consolidati e possono così essere affrontati più agevolmente. In particolare, diviene possibile ricapitalizzare il sistema bancario e prendere le misure necessarie per far sì che le banche operino con profitto in futuro. Un sistema così risanato potrà svolgere pienamente la sua parte nel finanziare

una nuova espansione. L'esperienza dei paesi nordici, che ebbero a misurarsi con problemi analoghi alla fine degli anni ottanta, mostra cosa si possa fare, posto che vi sia la volontà politica.

Come evitare rischi analoghi in futuro?

Nessuno oggi giorno metterebbe in dubbio i grandi benefici economici derivanti dall'aver abbassato l'inflazione dagli elevati livelli raggiunti negli anni settanta. Eppure, con il passare del tempo si tende troppo facilmente a dimenticare come allora quel compito apparisse difficile. Negli anni sessanta e settanta i responsabili delle politiche erano generalmente dell'opinione che i costi in termini di disoccupazione derivanti dall'azione disinflazionistica sarebbero stati ingenti e durevoli, di gran lunga superiori ai benefici. Si sbagliavano. Nuove ricerche analitiche misero in evidenza il ruolo delle aspettative di inflazione e la capacità di una politica credibile di piegare tali aspettative e mantenerle su bassi livelli con un costo assai minore di quello inizialmente previsto. I risultati economici in genere eccellenti conseguiti dai paesi industriali negli ultimi venti o trent'anni sono la conferma della saggezza di coloro che decisero di mettere alla prova queste nuove cognizioni.

Tuttavia, equivarrebbe parimenti a negare l'evidenza storica sostenere che un contesto di bassa inflazione sia sufficiente a evitare qualunque problema macroeconomico. Negli ultimi decenni si è assistito a ogni tipo di incidenti destabilizzanti, in parte connessi con la rimozione di vincoli da sistemi finanziari fino ad allora repressi. Si pensi alla crisi finanziaria messicana del 1994, a quella asiatica del 1997, alla moratoria sul debito russo e agli eventi collegati al fallimento di LTCM nel 1998, o ancora al crollo borsistico del 2001. Nessuno di questi avvenimenti si è verificato in presenza di un grado significativo di inflazione manifesta. Guardando a un passato più lontano, né negli Stati Uniti durante gli anni venti, né in Giappone durante gli anni ottanta erano palesi forti pressioni inflazionistiche. Evidentemente, una bassa inflazione, per quanto desiderabile, non è sempre bastata a garantire un buon andamento dell'economia.

D'altra parte, le recenti evidenze empiriche confermano altresì che non tutti gli episodi di caduta dei prezzi provocano gravi problemi macroeconomici. È l'origine del fenomeno che conta. Gli incrementi di produttività e una maggiore concorrenza mondiale negli ultimi anni hanno ridotto il potere di fissazione dei prezzi delle imprese, eppure i profitti sono di fatto aumentati. Tali evidenze concordano con le ricerche storiche sul più lungo termine, che rivelano come in molti periodi la deflazione e un rapido tasso di crescita siano perfettamente coesistiti. Queste stesse ricerche dimostrano anzi che la terribile esperienza della Grande Depressione negli Stati Uniti è stata in realtà un caso unico.

Nell'insieme, queste considerazioni implicano che l'attuale approccio convenzionale al perseguimento della stabilità dei prezzi potrebbe richiedere qualche affinamento. In presenza di previsioni che evidenziano un'inflazione saldamente sotto controllo sull'orizzonte di uno-due anni di norma utilizzato dalle banche centrali, vi è il rischio che i tassi ufficiali siano mantenuti a livelli molto bassi rispetto al saggio di rendimento atteso sugli investimenti. Shock

di offerta positivi acquiscono questo rischio, sia moderando l'inflazione sia accrescendo l'ottimismo degli operatori economici. Ciò dovrebbe a sua volta indurre gli imprenditori a intensificare il ricorso al credito per acquistare attività finanziarie e investire in capitale fisico e materie prime. Similmente, il basso livello dei tassi ufficiali, e quindi dei costi di indebitamento, potrebbe incitare le famiglie ad anticipare gli acquisti, compresi quelli di abitazioni e beni di consumo durevoli. Fino a un certo punto, gli effetti sulla spesa e sulla creazione di posti di lavoro possono ovviamente ritenersi altamente desiderabili. Oltre quel punto, tuttavia, il pericolo è in agguato poiché i prezzi crescenti delle attività incoraggiano la speculazione e forniscono al tempo stesso le garanzie collaterali per ottenere i necessari fondi. Tutti i passati episodi di *boom and bust* sopracitati presentano in misura rilevante queste stesse caratteristiche dinamiche.

Al fine di tenere conto di tali possibilità, il quadro analitico keynesiano, che continua a essere il principale strumento di lavoro della maggior parte dei banchieri centrali, necessita di modifiche. Per guidare la manovra monetaria occorre oggi una gamma molto più ricca di indicatori, compresi in particolare quelli che segnalano squilibri finanziari sia interni sia esterni. Su periodi di tempo più lunghi tali squilibri possono rappresentare, in senso deflazionistico, una minaccia per la stabilità dei prezzi ancora più grande e seria di "pressioni" inflazionistiche più a breve termine e più convenzionali, quali gli *output gap*. La consapevolezza di ciò richiede che si allunghino gli orizzonti temporali sull'arco dei quali viene giudicato il successo della politica monetaria nello stabilizzare i prezzi, cosicché diventi possibile vederne espliciti tutti gli effetti. In alcune circostanze, l'innalzamento dei tassi di interesse potrebbe temporaneamente spingere l'inflazione al disotto dei livelli desiderati, ma ciò sarebbe ancora preferibile a uno scenario di *boom and bust* al termine del quale la discesa dell'inflazione sotto l'obiettivo risulterebbe non soltanto maggiore, ma anche più duratura. In alternativa, vi è forse la possibilità di attenuare questo dilemma con l'ausilio di altri strumenti, di natura più regolamentare, che contribuiscano a ridurre a monte l'accumulo di squilibri finanziati dal credito. Proposte in tal senso, tuttavia, presupporrebbero un cambiamento sostanziale sia nella cultura di vigilanza sia nella natura dei rapporti fra banche centrali e altre istanze ufficiali.

