

I. Introduzione: come ricomporre i tasselli del mosaico

L'andamento dell'economia mondiale negli ultimi anni, compreso il periodo da aprile 2006 a maggio 2007 considerato nella presente Relazione annuale, è stato straordinario. Il primo e più importante aspetto è che la crescita in termini reali si è mantenuta su livelli fra i più alti del dopoguerra. Alla maggiore prosperità hanno partecipato molti dei paesi più poveri al mondo, il che rappresenta un altro fatto positivo. Secondariamente, nonostante la rapida espansione e i significativi shock dei prezzi di molte materie prime, l'inflazione di fondo è generalmente rimasta su valori contenuti. I tassi di interesse reali e i premi al rischio di ogni genere hanno inoltre continuato a collocarsi su livelli insolitamente bassi. Infine, gli squilibri commerciali internazionali senza precedenti hanno potuto finora essere finanziati agevolmente e i tassi di cambio sono in genere risultati piuttosto stabili. Preso singolarmente, ciascuno di questi esiti potrebbe essere accolto con favore senza ulteriori riflessioni. Tuttavia, un siffatto insieme di circostanze è talmente straordinario da richiedere che ci si interroghi sulle sue origini e, cosa strettamente collegata, sulla sua sostenibilità.

Sono state avanzate varie ipotesi per spiegare parte dei fenomeni citati, ma nessuna di esse è in grado di chiarirli nel loro complesso. Ad esempio, l'idea di uno "sciopero degli investimenti" internazionale appare plausibile come spiegazione del basso livello dell'inflazione e dei tassi di interesse su scala mondiale. Tuttavia, essa mal si concilia con i tassi record segnati di recente dalla crescita reale. L'ipotesi che la "globalizzazione" rappresenti uno shock di offerta positivo con effetti moderatori sull'inflazione è anch'essa allettante, ma quali sarebbero in questo caso le forze che hanno contemporaneamente sostenuto la domanda e la crescita mondiale? Affermare semplicemente che l'offerta crea la propria domanda, argomentazione già di per sé discutibile nel breve periodo, significa parimenti non tenere conto di un aspetto importante, ossia che sebbene lo shock dal lato dell'offerta tragga in gran parte origine dalle economie emergenti, sono stati i paesi industriali avanzati, e soprattutto gli Stati Uniti, a trainare l'aumento della domanda. Quali fattori possono aver indotto questa configurazione asimmetrica e gli associati squilibri del commercio mondiale? Infine, è senz'altro probabile che la compresenza di bassa inflazione ed elevata crescita reale per un prolungato periodo di tempo sia stata favorita dalla "credibilità" di banche centrali vigili. Ma non può certo esserne questa l'unica spiegazione, dal momento che i tassi di interesse in termini reali sono rimasti così moderati e il ritmo di espansione del credito così sostenuto per la quasi totalità dell'ultimo decennio.

Eppure, benché singolarmente queste ipotesi presentino tutte delle lacune, congiuntamente esse potrebbero fornire una spiegazione coerente

dell'andamento favorevole dell'economia mondiale osservato negli ultimi anni. Si consideri per cominciare l'ipotesi dello sciopero degli investimenti, cioè della carenza di investimenti fissi *ex ante* rispetto al livello elevato di risparmi *ex ante*. Probabilmente il principale fattore all'origine di tale carenza negli ultimi anni sono stati i ridotti tassi di investimento registrati in molti paesi dopo i precedenti cicli di *boom-bust*. Gli investimenti delle imprese hanno cominciato a riguadagnare terreno in Giappone e Germania solo nell'ultimo anno circa, e stentano ancora a dare segnali in tal senso nel Sud-Est asiatico. In rapporto al PIL essi continuano inoltre a essere molto fiacchi negli Stati Uniti, dopo lo scoppio della bolla speculativa della "nuova era" alla fine degli anni novanta. In concomitanza con questa generale debolezza della domanda per investimenti, l'economia mondiale è stata interessata da un aumento significativo dell'offerta. Al riguardo, hanno avuto un ruolo cruciale la globalizzazione e il reingresso delle ex economie pianificate nel sistema di libero scambio. Ma una parte di primo piano hanno avuto anche gli incrementi di produttività collegati ai progressi tecnologici, specie nei settori informatico e della distribuzione. E l'interazione di questi fenomeni con la credibilità acquisita dalle banche centrali nella lotta contro l'inflazione negli anni ottanta ha fornito un ulteriore impulso disinflazionistico all'economia mondiale.

In considerazione dei bassissimi livelli di inflazione e, in certi paesi, dei veri e propri timori di deflazione derivanti da questa congiuntura, la politica monetaria nei paesi industriali avanzati è stata insolitamente accomodante per vari anni. Tale tendenza è stata rafforzata dalla percezione della necessità di reagire di fronte alle turbative finanziarie del 1997 (crisi dell'Est asiatico) e 1998 (dissesto di LTCM), nonché alla brusca caduta dei mercati azionari mondiali nel 2001. Ci si sarebbe potuto attendere che l'orientamento monetario espansivo dei paesi industriali provocasse una diminuzione dei loro tassi di cambio, accompagnata da uno speculare aumento dei tassi di cambio delle economie emergenti. Tuttavia, poiché anche queste ultime si sono trovate in un contesto di inflazione moderata e molti paesi hanno voluto accumulare riserve per "autoassicurarsi" contro l'eventualità di crisi future, si è determinata una generale riluttanza a permettere un simile aggiustamento. Sono stati effettuati massicci interventi sterilizzati, in particolare in Asia, mantenendo nel contempo condizioni monetarie molto espansive sull'interno. E, una volta reinvestite, le riserve accumulate hanno sostenuto il dollaro statunitense e sono andate ad accrescere la già ampia liquidità nei mercati finanziari dei paesi industriali.

Ma questi non sono gli unici fattori che hanno stimolato l'espansione mondiale della moneta e del credito negli ultimi anni. Così come l'economia reale ha subito profondi cambiamenti strutturali, anche il settore finanziario ha vissuto una trasformazione radicale. Hanno acquisito sempre maggiore preminenza nuove tecniche di gestione del rischio, nuovi strumenti e nuovi operatori, e l'accresciuta concorrenza ha fatto sì che ogni minima opportunità finanziaria fosse sfruttata al massimo nella ricerca di rendimento.

Tali sviluppi monetari e finanziari hanno stimolato la domanda aggregata, facendola aumentare parallelamente all'offerta mondiale. Nella presente Introduzione si vedrà come le singole forze descritte, ossia i tasselli del

mosaico, abbiano contribuito lo scorso anno a tale esito positivo. Un esito che va tuttavia considerato alla luce di almeno due osservazioni, sulle quali si tornerà nelle Conclusioni di questa Relazione annuale.

In primo luogo, vi è quantomeno la possibilità che il massiccio stimolo finanziario impartito alla spesa abbia inavvertitamente spinto l'economia mondiale, o una sua porzione considerevole, verso una situazione in cui potrebbero riemergere pressioni inflazionistiche. In secondo luogo, si può constatare come, in parte per effetto del suddetto stimolo monetario e finanziario, un numero crescente di variabili economiche e finanziarie stia deviando significativamente da quella che tradizionalmente può considerarsi la "norma". In particolare, le condizioni finanziarie distese hanno indotto un calo senza precedenti del saggio di risparmio delle famiglie negli Stati Uniti e un aumento, anch'esso senza precedenti, del saggio di investimento in Cina. Resta da vedere se i valori recentemente registrati finiranno per rivelarsi sostenibili, dando luogo a nuove "norme" in linea con i cambiamenti strutturali di fondo, o se invece saranno soggetti a una forma più tradizionale di riconvergenza verso la media.

La domanda e l'offerta

Negli ultimi dodici mesi circa l'economia mondiale ha continuato a espandersi rapidamente, e i connessi benefici sono stati avvertiti pressoché ovunque. La Cina e l'India hanno seguito a crescere a ritmi vertiginosi, trainando con sé buona parte dell'Asia, mentre i paesi produttori di petrolio hanno in generale segnato nuovi record in termini di incremento del reddito nazionale. Fatte salve poche eccezioni, i paesi dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale hanno anch'essi prosperato. Grazie alla migliorata gestione macro-economica, ma anche ai più elevati prezzi delle materie prime, la crescita in ampie parti dell'Africa si è parimenti mantenuta su livelli atipicamente sostenuti.

Gli andamenti sono stati molto favorevoli anche nei principali paesi industriali, dove si sono avute nuove indicazioni di un auspicato riequilibrio della crescita, che si è ulteriormente accelerata in Giappone e nell'area dell'euro, mentre ha cominciato a flettere negli Stati Uniti. La Germania, in particolare, si è risvegliata con inaspettato dinamismo da un lungo periodo di torpore. Tuttavia, col progredire del periodo in rassegna hanno cominciato a intensificarsi i timori che l'economia statunitense potesse rallentare in misura eccessiva, con possibili ripercussioni sulla crescita in altre aree geografiche. Negli Stati Uniti la spesa per consumi ha iniziato a dare segni di cedimento solo dopo aver fatto registrare progressi molto rapidi. Per quanto fosse in certa misura prevedibile, questa decelerazione va probabilmente imputata anche al fatto che la crescita del reddito e dell'occupazione non avessero tenuto il passo e che i consumi fossero stati ampiamente finanziati tramite l'indebitamento e la riduzione del risparmio. Particolare preoccupazione ha destato la possibilità di un legame con il ciclo del mercato degli immobili residenziali, entrato in una fase nettamente discendente agli inizi del 2006.

Durante tutto lo scorso anno la costruzione di nuove abitazioni negli Stati Uniti si è drasticamente ridotta, mentre il rapporto fra abitazioni

invendute e vendite è salito a livelli non più osservati dai primi anni settanta. Benché l'impatto sull'occupazione nel settore dell'edilizia non si sia ancora avvertito appieno, la concomitante forte decelerazione dei prezzi delle case ha cominciato a esplicitare alcuni effetti. È chiaramente diminuita la capacità dei consumatori di utilizzare le plusvalenze immobiliari come garanzia per incrementare il debito e la spesa. Un aspetto strettamente collegato è che alcuni mutuatari di qualità creditizia non eccelsa hanno potuto onorare il servizio dei prestiti ipotecari soltanto rifinanziandosi in questo modo. Con il venir meno di tale possibilità molti di loro rischiano di perdere la casa, sicché potrebbe aumentare ulteriormente lo stock di abitazioni invendute. Fortunatamente, a tutt'oggi non sussistono chiare evidenze che questi sviluppi abbiano compromesso il clima generale di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti, nonostante vi sia stato un primo inasprimento delle condizioni di erogazione del credito al consumo.

Sebbene si fosse sperato che negli Stati Uniti l'effetto di freno proveniente dal mercato delle abitazioni potesse essere controbilanciato dagli investimenti delle imprese, verso la fine del 2006 questi ultimi si sono contratti. Agli occhi di molti ciò è parso sorprendente, dal momento che il grado di utilizzo della capacità produttiva era in aumento, i profitti delle società molto elevati e le condizioni finanziarie ancora favorevoli. Inoltre, in altri paesi industriali avanzati, come la Germania e il Giappone, vi erano segnali di un miglioramento del clima di fiducia di imprese e investitori, se non già di una ripresa della fiducia dei consumatori e della spesa. Ma le decisioni di investimento devono fondarsi sulle aspettative di rendimento, e a questo riguardo gli indizi erano forse meno positivi. Nel 2006 i guadagni di produttività statunitensi hanno decelerato, il ritmo di incremento dei salari è aumentato e il tasso di crescita dei profitti nel settore non finanziario ha fortemente rallentato il passo. In prospettiva, è inoltre possibile che sulle aspettative di profitto abbia pesato il timore che, proprio nel momento in cui stanno per realizzarsi molti dei recenti enormi progetti di investimento della Cina, negli Stati Uniti la domanda per consumi venga a diminuire. E forse non solo negli Stati Uniti.

Di certo sta divenendo sempre più difficile ignorare la crescente influenza esercitata su scala mondiale dalla Cina e dall'India. Lo scorso anno la spesa per investimenti in Cina, in gran parte orientata all'esportazione, è stata pari a quasi il 45% del PIL. Per giunta, le imprese cinesi hanno continuato a risalire rapidamente la catena del valore, e stanno ora estendendo la loro attività a servizi prima considerati *non-tradable*. Anche l'India ha seguito a espandere il settore delle esportazioni nel periodo sotto rassegna. Sono anzi emerse indicazioni di una sua presenza più aggressiva nel comparto manifatturiero a integrazione di quella nei servizi informatici, per la quale il paese è già ben noto. Le società cinesi e indiane hanno iniziato a effettuare considerevoli investimenti diretti all'estero, nel caso della Cina con l'intento specifico, sembrerebbe, di assicurarsi la continuità dell'approvvigionamento in materie prime.

La rapida crescita della produttività in Cina ha fatto sì che a livello aggregato tanto i salari quanto i profitti abbiano potuto aumentare fortemente

senza pregiudicare la competitività, ma ancora una volta è stato espresso il timore che i salari non si stessero adeguatamente trasformando in spesa interna per consumi. La concentrazione sempre maggiore che è parsa caratterizzare i profitti, in contrasto con l'ampia diffusione della crescita degli investimenti, ha inoltre indotto a temere che venisse creata capacità eccedente e si facesse di conseguenza ancor più affidamento sulle esportazioni in caso di flessione degli investimenti interni. Sebbene nel corso del periodo in esame il governo cinese abbia preso misure amministrative e monetarie per raffreddare l'economia, le aspettative di crescita hanno continuato a essere riviste verso l'alto. Anche in India la politica monetaria è stata inasprita, ma l'economia ha proseguito a crescere molto rapidamente.

In tale contesto, lo scorso anno l'inflazione generale mondiale ha ulteriormente moderato il passo, benché sostanzialmente per effetto della parziale discesa dei prezzi dell'energia dai picchi toccati in precedenza. L'inflazione di fondo in Cina, Giappone e alcuni paesi dell'Europa continentale è stata relativamente bassa e stabile, mentre in varie economie emergenti dell'Asia e dell'America latina è risultata elevata o in crescita. Taluni hanno avvertito anche negli Stati Uniti un indesiderato, seppure lieve, rialzo dell'inflazione. Ciò nonostante, in quei paesi (inclusi gli Stati Uniti) dove le indagini o i mercati finanziari sono in grado di fornire informazioni sulle aspettative di inflazione a più lungo termine, queste si sono mantenute piuttosto stabili. Inoltre, nel periodo in rassegna non è emerso alcun solido indizio che stessero venendo meno i cali registrati negli anni recenti nella volatilità dell'inflazione e nella trasmissione all'inflazione degli shock dal lato dei costi.

Risulta nondimeno assai sorprendente che nei paesi industriali si sia mantenuto lo scorso anno un quadro di inflazione stabile, malgrado l'evidenziarsi di un restringimento dei margini di capacità inutilizzata. A fine 2006 molti esponenti giapponesi ritenevano che l'economia interna operasse al di sopra della piena capacità produttiva, le autorità statunitensi stimavano che il loro paese fosse in situazione di piena capacità e si valutava che l'area dell'euro in aggregato si stesse avvicinando a tale situazione a seguito di un marcato calo del tasso di disoccupazione. Se da un lato l'aumento e la stabilità dei costi unitari del lavoro osservati rispettivamente negli Stati Uniti e in molti paesi europei potrebbero reputarsi coerenti con tali andamenti, dall'altro appare rimarchevole la prolungata debolezza dei salari in Germania e Giappone. Infine, nel corso dell'anno sono progressivamente aumentati i dubbi circa il protrarsi delle spinte disinflazionistiche globali provenienti dalle economie emergenti. Nel periodo in esame le autorità cinesi e indiane hanno fatto riferimento a un surriscaldamento delle proprie economie e, come già accennato, hanno preso misure concrete per fronteggiarlo.

I prezzi delle materie prime hanno in parte favorito e in parte contrastato la moderazione delle pressioni inflazionistiche. È stato senz'altro di aiuto l'arretramento dei prezzi dell'energia, dopo il forte aumento nella prima metà del 2006. Meno propizio è risultato invece il livello persistentemente elevato dei corsi di molte altre materie prime, in certa misura dovuto alla rapida crescita dei costi di prospezione, estrazione e lavorazione. Ma il fattore in assoluto meno positivo è stato forse il rincaro di vari alimentari di base,

provocato, oltretutto dalla siccità, dalla scelta di diversificare la destinazione di taluni raccolti dirottandone una quota dal settore alimentare a quello della produzione di carburante.

Le condizioni monetarie e finanziarie

In un contesto caratterizzato da una crescita vigorosa, ma da un'inflazione ancora contenuta e aspettative inflazionistiche stabili, la politica monetaria nei paesi industriali è stata inasprita moderatamente. Negli Stati Uniti i tassi di riferimento, che erano stati aumentati a ritmo misurato a partire dagli inizi del 2004, sono rimasti invariati dal giugno 2006. La BCE ha accresciuto i tassi in misura più sostanziale, partendo tuttavia da un livello basso. In Giappone si è conclusa la politica del tasso zero, ma il tasso di riferimento è stato innalzato ad appena lo 0,5% in febbraio. I tassi ufficiali sono cresciuti anche in termini reali (*ex post*) e si situano attualmente intorno al valore ritenuto coerente con una crescita pari al potenziale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, ma ancora ben al disotto di esso in Giappone.

In base ad alcuni indicatori, tuttavia, le condizioni monetarie e finanziarie complessive nei paesi industriali sono rimaste decisamente accomodanti. La crescita del credito nel G3 ha toccato un massimo del 10% circa a metà 2006, ed è in seguito rallentata solo in misura assai modesta. I tassi di interesse reali a lungo termine sono anch'essi aumentati, ma molto meno di quelli ufficiali. Di fatto, alla fine del periodo in esame essi non risultavano più alti che a metà 2004, all'inizio della fase restrittiva. Alcuni osservatori hanno fatto rilevare che l'inversione della curva dei rendimenti è stata in passato un segnale affidabile di un'imminente recessione. Altri hanno invece preferito dare un'interpretazione diversa a questo fenomeno: il più recente calo dei tassi a lunga sembrerebbe riflettere in misura maggiore del consueto una riduzione dei premi (di rischio) a termine, piuttosto che l'attesa di una diminuzione dei tassi a breve.

L'"enigma" dei premi a termine sui tassi obbligazionari a lunga scadenza potrebbe in parte spiegarsi con l'effetto di stimolo esercitato su scala globale dalle autorità monetarie, unitamente a una pronunciata disponibilità dei settori sia privato sia pubblico ad assumere rischi di cambio. I tassi ufficiali relativamente bassi in molte parti del mondo industriale, ma in special modo in Svizzera e Giappone, hanno favorito il protratto afflusso di ingenti capitali verso varie economie emergenti e paesi industriali con rendimenti più elevati. Tramite operazioni di *carry trade* si sono mutuati fondi nelle valute a basso rendimento al fine di investirli in quelle ad alto rendimento, oppure nei paesi per i quali si prevedeva un aumento dei prezzi delle attività o del valore esterno della moneta nazionale. Vari flussi finanziari di natura diversa hanno prodotto effetti analoghi, in particolare gli investimenti esteri al dettaglio effettuati su larga scala dai residenti giapponesi, o ancora l'indebitamento in valuta estera da parte delle famiglie dell'Europa centrale e orientale, volto a finanziare prestiti ipotecari. Tra i fattori che hanno favorito tale fenomeno sono state altresì citate le migliorate grandezze macroeconomiche fondamentali, in particolare gli avanzi commerciali, di molti dei paesi destinatari, tra i quali

figuravano tuttavia anche economie caratterizzate da un conto corrente in netto peggioramento e talvolta da altri indicatori negativi.

Questi afflussi di capitali hanno assunto varie forme, andando a intensificare le spinte al rialzo su corsi azionari e prezzi immobiliari già innescate sull'interno dalle condizioni monetarie relativamente accomodanti. Malgrado gli elevati livelli delle riserve e i diffusi avanzi di parte corrente, tali andamenti hanno cominciato a destare preoccupazione per quei paesi, specie in Asia, che erano già stati colpiti da crisi collegate ai flussi di capitali. Forse grazie agli insegnamenti del passato, si è osservata una disponibilità significativamente maggiore a lasciare che le valute interessate dalle pressioni rialziste si apprezzassero. Al riguardo, sono degni di nota gli esempi di Corea, Thailandia e Brasile. Ciò nonostante, in alcuni paesi si è comunque fatto un uso massiccio di interventi sterilizzati, che hanno portato nel 2006 a una variazione delle riserve mondiali doppia rispetto all'anno precedente. Molti paesi hanno inoltre allentato la politica monetaria, o sono stati restii a inasprirla, per paura di attirare ulteriori capitali dall'estero. Varie economie emergenti sono ricorse *in extremis* a misure amministrative, vuoi per ridurre gli afflussi e attenuare il problema della sterilizzazione, vuoi per incoraggiare la fuoriuscita di capitali.

La compresenza di una politica monetaria relativamente accomodante e di una propensione considerevole agli investimenti di portafoglio – concretizzate in acquisti di titoli dei mercati emergenti da parte del settore privato, e acquisti ancora maggiori di obbligazioni dei principali paesi industriali da parte dei gestori delle riserve – sembra aver esercitato ovunque pressioni al ribasso sui premi a termine. A ciò va aggiunto, per quel che riguarda i paesi industriali, l'influsso di un altro fattore. I fondi pensione e le compagnie di assicurazione, che presentano passività con scadenze lontane, hanno acquistato ingenti quantitativi di obbligazioni a lungo termine per "immunizzarsi" contro il rischio di movimenti dei tassi di interesse e di variazione dei corsi. Sebbene sia impossibile stimarne l'importanza relativa, entrambi questi fattori hanno un effetto di compressione sui premi al rischio a più lungo termine.

Il livello relativamente basso dei tassi privi di rischio nel corso dell'ultimo anno ha certamente rafforzato l'opinione prevalente secondo cui vi era mondialmente una grande abbondanza di liquidità, ossia era possibile ottenere credito a basso costo e a condizioni di norma meno stringenti che in passato. Ma anche gli sviluppi istituzionali interni al settore finanziario hanno consolidato la percezione, e l'effettiva offerta, di una maggiore quantità di credito: i cambiamenti a livello regolamentare e tecnologico hanno modificato la gamma di opportunità disponibili, mentre i cambiamenti a livello di mentalità hanno modificato le scelte di fatto.

Numerosi sono gli esempi di novità in campo finanziario, non da ultimo nel settore del credito alle famiglie. Le condizioni per la concessione di mutui ipotecari sono state allentate pressoché ovunque, grazie sia alla deregolamentazione in molti paesi, sia alla diffusione mondiale delle tecniche di *scoring* collaudate negli Stati Uniti. Proprio negli Stati Uniti e in vari altri mercati hanno avuto accesso per la prima volta al credito ipotecario e di altro tipo molti individui che ne erano stati esclusi. Sin verso la fine del periodo in esame si è generalmente ritenuto che questo fosse uno sviluppo

salutare a sostegno della proprietà della casa. Solo negli ultimi mesi, come già accennato, si è iniziato a percepirne i risvolti negativi.

Di fronte ai nuovi sviluppi intervenuti nel settore finanziario nel corso dell'anno, le autorità di vigilanza hanno ripetutamente invitato le banche di investimento a inasprire i termini per l'erogazione del credito alla clientela – in particolare agli *hedge fund* e alle società di *private equity* – e a sorvegliare più rigorosamente le esposizioni verso le controparti. Con l'avanzare dell'anno, gli stessi *hedge fund* si sono fatti sempre più attivi nel finanziamento di imprese rischiose tramite l'acquisto di *collateralised debt obligation*, prestiti a mutuatari altamente indebitati e prodotti derivati ad alto rischio. E il livello record di fusioni e acquisizioni, con una partecipazione senza precedenti di società di *private equity*, ha contribuito a un'offerta sempre maggiore degli strumenti più ricercati. È possibile che fra i motivi all'origine di questa evoluzione figurasse la percezione che i rischi incorsi fossero di fatto diminuiti, considerato il favorevole contesto macroeconomico. Tuttavia, sembra essere intervenuto anche un secondo fattore, ossia la crescente disponibilità da parte di praticamente tutti gli investitori, compresi fondi pensione e fondi di investimento, ad assumersi un rischio maggiore nella ricerca di maggiori rendimenti.

Come mai tanta propensione al rischio? La prima e più ovvia spiegazione è che il livello relativamente basso dei tassi privi di rischio ha incoraggiato comportamenti di questo tipo, in particolare da parte di investitori istituzionalmente impegnati a realizzare alti tassi di rendimento. Una seconda spiegazione deriva dall'accresciuta concorrenza fra i fornitori di capitali. Ad esempio, lo scorso anno sono calati gli indici di rendimento degli *hedge fund* e molti di questi sono stati costretti a uscire dal mercato, mentre quelli rimanenti hanno adottato strategie più aggressive. La stessa motivazione è stata menzionata persino nel caso di banche altamente redditizie, le quali avrebbero assunto comportamenti competitivi nel timore che altri istituti bancari conseguissero risultati migliori. La terza spiegazione, forse la più importante, è che sempre più spesso i prestatori adottano un modello operativo che prevede il successivo trasferimento dell'esposizione creditoria ad altri soggetti, mediante cartolarizzazioni o strumenti derivati. Ciò solleva chiaramente un importante problema di mandante-mandatario. Cosa potrebbe succedere se i creditori originari non avvertissero più la necessità di esercitare la dovuta diligenza e gli acquirenti finali non disponessero delle competenze o delle informazioni necessarie a gestire i rischi insiti negli strumenti complessi in cui hanno investito?

Le implicazioni per i prezzi delle attività lo scorso anno appaiono analoghe a quelle degli anni precedenti: le quotazioni si sono generalmente mosse al rialzo, proseguendo una tendenza in atto da circa la metà del 2003, allorché i tassi ufficiali nei principali paesi industriali si situavano ai minimi. I prezzi degli immobili residenziali sono aumentati significativamente in gran parte dei paesi. I mercati azionari mondiali hanno toccato livelli record. I differenziali di rendimento degli strumenti relativamente rischiosi, compresi i titoli di debito di mutuatari sovrani, sono rimasti ai minimi. E i mercati dei vini d'annata, dei francobolli e delle opere d'arte hanno raggiunto vette senza precedenti. All'opposto, il prezzo da pagare per assicurarsi l'accesso alla

liquidità sotto forma di opzioni per l'acquisto o la vendita di strumenti di vario genere ha continuato a essere molto basso.

Eppure, malgrado questa evoluzione complessivamente positiva, nel periodo in rassegna sono emersi segnali di un possibile cambiamento imminente nel ciclo del credito. I prezzi di gran parte delle attività finanziarie hanno fatto registrare forti perdite nell'aprile e nel maggio 2006, per poi riguadagnare prontamente terreno. Un'ulteriore fase di turbolenza, benché meno pronunciata, si è verificata alla fine di febbraio di quest'anno. Sebbene anche questa volta vi abbia fatto seguito una ripresa, i crescenti timori per le prospettive del mercato delle abitazioni e più in generale per l'economia negli Stati Uniti hanno evocato lo spettro di possibili ripercussioni finanziarie a venire. Nelle Conclusioni di questa Relazione annuale saranno esposte alcune riflessioni su ciò che questi e altri indicatori potrebbero preannunciare per l'economia mondiale.

I tassi di cambio, gli squilibri mondiali e la gestione delle riserve

I timori per un'eventuale reazione disordinata del mercato di fronte agli squilibri internazionali di parte corrente si sono in certa misura attenuati lo scorso anno grazie alla stabilizzazione del rapporto fra disavanzo commerciale e PIL negli Stati Uniti, al lieve riequilibrio della crescita della domanda su scala mondiale, alla ripresa della tendenza discendente del valore effettivo del dollaro statunitense e alla protratta bassa volatilità dei principali tassi di cambio. Per quanto concerne le altre valute maggiori, anche l'ulteriore incremento di valore dell'euro, seppur non del tutto gradito ai diretti interessati, è parso favorire una riduzione degli squilibri esterni.

Meno incoraggianti sono stati invece il livello persistentemente elevato del disavanzo corrente USA, il crescente debito estero del paese e il fatto che il tasso di cambio effettivo reale del dollaro abbia terminato l'anno appena 5 punti percentuali al di sotto della sua media trentennale. A ciò si aggiunga il protratto deprezzamento dello yen, malgrado l'ampio avanzo di parte corrente e le ingenti riserve valutarie del Giappone, collocate precedentemente intorno a un trilione di dollari. Fra le valute che si sono apprezzate poco o nulla, o hanno addirittura perso terreno in termini effettivi, figurano anche quelle di alcuni fra i principali produttori di petrolio e il renminbi cinese, il quale è tuttavia aumentato a ritmi più serrati nei confronti del dollaro. Ma poiché si è trattato delle monete di paesi che presentavano surplus di parte corrente ampi e talvolta persino in crescita, neanche queste variazioni sono servite a ridurre gli squilibri commerciali internazionali.

Un'altra fonte di preoccupazione emersa lo scorso anno in relazione ai principali rapporti di cambio è la possibilità che i maggiori detentori di riserve ufficiali modifichino le loro politiche di gestione. Poiché le consistenze delle riserve hanno continuato a crescere oltre i livelli potenzialmente necessari a soddisfare le esigenze di liquidità, le autorità di vari paesi hanno annunciato l'introduzione di modifiche istituzionali volte a favorire la ricerca di rendimenti più alti, anche a costo di assumere rischi maggiori. Se da un lato questa scelta potrebbe senz'altro influire in futuro sul prezzo di varie classi di attività,

estendendo di fatto l'attuale fase di esuberanza del ciclo del credito, dall'altro è meno chiaro quali implicazioni potrebbe avere sui tassi di cambio. I motivi di ciò sono discussi nelle Conclusioni.

In ogni caso, l'istituzione lo scorso anno dei cosiddetti *wealth fund* o "fondi di ricchezza" da parte di vari paesi è stata accompagnata da dichiarazioni rassicuranti secondo cui i rischi continueranno a essere gestiti in maniera prudente. Quel che forse più conta, si è lasciato intendere che i responsabili della gestione delle crescenti riserve ufficiali mondiali continueranno a tenere in seria considerazione le implicazioni più generali per l'ordinato funzionamento del sistema finanziario internazionale. Alla luce dei trascorsi storici, è a un tempo importante e auspicabile che i creditori e i debitori divengano maggiormente consapevoli di quanto le loro sorti siano oggi strettamente interconnesse.