

VIII. Conclusioni: prevenire piuttosto che curare?

L'economia non è una scienza esatta, quantomeno non nel senso che ripetuti esperimenti producono sempre gli stessi risultati. Le previsioni economiche si rivelano pertanto sovente errate, specie ai punti di svolta del ciclo, spesso per l'effetto congiunto di dati inadeguati, modelli carenti e shock aleatori. Ancora più arduo è il compito di assegnare una probabilità ai rischi concernenti le previsioni. Anzi, esso è talmente arduo che non sarebbe esagerato affermare che viviamo in un mondo fondamentalmente incerto, in cui è impossibile calcolare le probabilità, e non semplicemente in un mondo rischioso.

Al riguardo la storia economica è buona maestra. La Grande Inflazione degli anni settanta colse completamente di sorpresa gran parte dei commentatori e delle autorità, così come fecero il ritmo della disinflazione e la ripresa economica che seguirono una volta che il problema fu affrontato con efficacia. In modo analogo, praticamente nessuno aveva previsto la Grande Depressione degli anni trenta, né le crisi che colpirono il Giappone e il Sud-Est asiatico agli inizi e verso la fine degli anni novanta. Di fatto, ciascuna di queste recessioni era stata preceduta da un periodo di crescita non inflazionistica tanto esuberante da indurre molti a credere nell'avvento di una "nuova era". Sorprese di questo tipo si verificano anche a un livello microeconomico. Intorno all'epoca del suo fallimento nel 1998, LTCM dovette far fronte in diversi mercati a shock di prezzo di quasi dieci volte superiori a quanto si sarebbe potuto ragionevolmente prevedere alla luce dei trascorsi storici. Di conseguenza, tutti i suoi assunti fondamentali – ossia di essere adeguatamente diversificato, di disporre di ampia liquidità e di essere ben capitalizzato – si rivelarono disastrosamente erronei.

Certo, molti diranno che grazie a queste esperienze è migliorata la nostra comprensione dei processi economici. Ma non si tratta di asserzione facile da dimostrare. Si consideri ad esempio il metodo tipicamente seguito dagli economisti delle banche centrali per prevedere l'inflazione futura sulla base di modelli econometrici dell'interazione fra salari e prezzi. Affinché l'esercizio sia accurato, occorre rispondere correttamente ad almeno cinque domande. Qual è il modo migliore per misurare la capacità eccedente dell'economia interna? Qual è il tasso tendenziale di crescita della produttività? Gli influssi esteri interessano i soli prezzi all'importazione? Cosa muove i salari, l'evoluzione attesa o gli andamenti passati dei prezzi? E se le aspettative sono rilevanti, da cosa sono influenzate, dalla credibilità delle banche centrali o da qualche altro fattore, come l'inflazione effettiva o addirittura l'inflazione percepita? Ognuno di questi aspetti è attualmente assai controverso. E se guardiamo ad altre variabili economiche, il grado di disaccordo su numerose questioni altrettanto fondamentali non è inferiore.

In verità, alla luce dei massicci cambiamenti strutturali tuttora in atto, non è irragionevole sostenere che la nostra comprensione dei processi economici

possa addirittura essere minore che in passato. Dal lato reale dell'economia, la combinazione di progresso tecnologico e globalizzazione ha rivoluzionato la produzione. Dal lato finanziario, nuovi attori, nuovi strumenti e nuovi comportamenti si sono rivelati ugualmente rivoluzionari. Infine, sul piano monetario, banche centrali sempre più indipendenti hanno radicalmente modificato il loro modo di agire e di comunicare col pubblico. Di fronte a tutti questi cambiamenti, può qualcuno seriamente sostenere che si tratti di ordinaria amministrazione?

Vi è inoltre nell'area della politica monetaria un'incertezza di natura particolare. Sebbene l'impegno dei banchieri centrali nel perseguimento della stabilità dei prezzi non sia mai stato così fermo come oggi, il ruolo della moneta e del credito è sempre più messo in discussione sullo sfondo della già citata incertezza riguardo al processo inflazionistico. Per alcuni banchieri centrali, nonché per molti insigni accademici, né la moneta né il credito avrebbero una qualche utilità nella conduzione della politica monetaria. Per altri, al contrario, una crescita troppo rapida di tali aggregati potrebbe essere foriera di inflazione o segnalare un ciclo *boom-bust* di origine finanziaria con tutte le sue spiacevoli conseguenze.

In un siffatto contesto, è probabile che né il giudizio delle banche centrali né quello dei mercati siano infallibili. Ciò comporta alcune importanti implicazioni. Quanto ai mercati, è necessario che continuino a pensare con la propria testa. Limitarsi a guardare nello specchio delle convinzioni delle banche centrali potrebbe rivelarsi una strategia pericolosa. Quanto alle autorità monetarie, occorre che continuino ad adoperarsi per accrescere la capacità di tenuta del sistema di fronte a shock inevitabili ma non previsti.

Problematiche di attualità per i responsabili delle politiche

Secondo le previsioni prevalenti per l'economia mondiale, ricavate dalle valutazioni espresse da un ampio novero di analisti, la crescita proseguirà ai ritmi elevati osservati di recente, l'inflazione mondiale resterà piuttosto contenuta e gli squilibri internazionali di parte corrente si attenueranno gradualmente. Per quanto riguarda i mercati finanziari, la previsione prevalente per il 2007 è che i tassi a lungo termine rimarranno intorno ai livelli attuali. Evidentemente, e giustamente, queste previsioni si basano sull'assunto implicito che non si verificheranno importanti sconvolgimenti geopolitici né turbative finanziarie tali da ripercuotersi sull'economia reale.

Nel breve periodo, una previsione secondo cui il futuro assomiglierà molto al passato è sicuramente sensata. Anzi, considerando poi da vicino gli errori previsionali degli ultimi anni, si potrebbe concludere che vi è motivo di essere ancor più ottimisti. La crescita in termini reali è stata nel complesso superiore alle attese, mentre l'inflazione si è generalmente attestata su valori in linea con le previsioni, malgrado i bruschi aumenti segnati dai prezzi delle materie prime nell'ultimo anno circa. I tassi di interesse a lungo termine si sono anch'essi costantemente collocati al disotto dei livelli anticipati. Poiché notoriamente gli errori di previsione esibiscono spesso un grado significativo di persistenza, ci si potrebbe attendere con una certa fiducia che anche le

buone notizie siano destinate a continuare. Soltanto nel caso degli squilibri commerciali internazionali gli esiti osservati sono stati notevolmente peggiori del previsto, ma anche in questo ambito, come si è detto nell'Introduzione alla presente Relazione annuale, vi sono segni di miglioramento.

Tuttavia, non è difficile scorgere elementi di incertezza in grado di impedire l'avverarsi di queste previsioni a breve termine, oppure di tradursi in esiti meno favorevoli su orizzonti più lunghi. Qui di seguito, vari fattori di preoccupazione sono individuati e analizzati distintamente, benché possano senz'altro essere interdipendenti. Come si vedrà oltre, coloro che pongono maggiore enfasi su queste interdipendenze tendono a scorgere nelle condizioni finanziarie accomodanti il nesso causale che lega tali fattori.

Un primo elemento di incertezza concerne il rischio di un riemergere dell'inflazione, e fors'anche delle aspettative di inflazione, a livello mondiale. Le stime del margine inutilizzato di capacità indicano che in gran parte dei principali paesi industriali la crescita si sta avvicinando, o ha già raggiunto, i limiti del potenziale. Le spinte disinflazionistiche originate nei mercati emergenti sembrano parimenti allentarsi sulla scia dei tassi di crescita talvolta straordinari delle loro economie. Soprattutto in Cina è divenuto sempre più chiaro negli ultimi mesi che i provvedimenti adottati per rallentare l'economia non hanno sinora prodotto gli effetti sperati. In parte a causa di ciò, i prezzi mondiali dell'energia e delle materie prime, da tempo in forte rialzo, non danno alcun segno di voler flettere, e ci si domanda se le imprese potranno continuare a compensare questi maggiori costi con risparmi realizzati altrove. Infine, il fatto che gli aggregati monetari e creditizi siano cresciuti molto rapidamente, non da ultimo in paesi come la Cina che fanno ricorso agli interventi valutari per contrastare l'apprezzamento della propria moneta, costituisce agli occhi di molti un ulteriore segnale inquietante.

Considerato il ruolo cardinale ancora svolto dagli Stati Uniti nell'economia mondiale, il potenziale impatto inflazionistico dell'aumento ciclico dei salari e del rallentamento della produttività in questo paese costituisce un fattore di incertezza nel breve termine. Occorre inoltre tenere presenti due aspetti di medio periodo. Il rapporto fra i prezzi delle abitazioni e gli affitti si colloca ai massimi storici. A meno di una diminuzione significativa del valore degli immobili, il ritorno alla normalità dovrà passare per un incremento dei canoni che si ripercuoterebbe direttamente sul livello misurato dell'inflazione al consumo. Inoltre, se si vogliono correggere gli squilibri commerciali mondiali, il processo di aggiustamento potrebbe comportare un ulteriore e forse considerevole deprezzamento del dollaro. Finora, la compressione dei margini dei concorrenti esteri, unitamente alla crescita della produttività, è riuscita a contenere al minimo gli effetti di trasmissione del tasso di cambio negli Stati Uniti. Non si sa però se tale situazione potrà continuare.

Visto in quest'ottica, il recente rallentamento dell'economia statunitense è da giudicare con favore. Eppure, col progredire del 2006 si è fatto strada il timore che questa evoluzione andasse ben oltre il segno. L'attenzione dei mercati finanziari si è anzitutto focalizzata sul comparto dei mutui ipotecari *subprime*, ma il problema di fondo è ben più vasto. Il saggio di risparmio delle famiglie negli Stati Uniti è sceso a tratti in territorio negativo, poiché la lenta

progressione salariale non è bastata a finanziare il forte aumento della spesa per consumi e per investimenti residenziali. La facilità di accesso al credito, specie nel mercato ipotecario, ha sospinto verso l'alto sia i livelli di indebitamento sia i prezzi delle abitazioni. L'aumento di valore degli immobili ha creato a un tempo le garanzie reali su cui basare l'erogazione di nuovi prestiti e la sensazione di accresciuta ricchezza che giustificava la maggiore spesa.

Il timore è che queste dinamiche possano invertirsi. I livelli del servizio del debito sono già elevati e i tassi ipotecari potrebbero ancora crescere. È sufficiente che i prezzi delle abitazioni cessino di aumentare (cosa che potrebbe già essere avvenuta) perché diminuiscano tanto il ricorso al credito quanto il senso di fiducia risultante dagli incrementi di ricchezza. Inoltre, allorché il calo dell'occupazione nel settore dell'edilizia comincerà a raggiungere lo stesso ordine di grandezza di quello ben più forte osservato nell'avvio di nuovi cantieri, ne risentiranno ulteriormente il reddito da salari, la sicurezza del posto di lavoro e il clima di fiducia. Se a ciò dovesse aggiungersi una contrazione degli investimenti fissi delle imprese, già inspiegabilmente deboli dati gli elevati profitti e i bassi costi di finanziamento, potrebbero crearsi le premesse per un rallentamento più significativo e forse non auspicabile della crescita statunitense.

Ciò detto, va peraltro ricordato che il rapporto debito-reddito delle famiglie americane aumenta gradualmente da decenni senza compromettere seriamente il clima di fiducia dei consumatori. La spesa per consumi potrebbe ricevere rinnovato slancio da un'accelerazione delle dinamiche salariali. La quota dei salari è al momento storicamente bassa e potrebbe tornare a crescere. In aggiunta, gli Stati Uniti si trovano in una fase avanzata del ciclo economico, in cui la disoccupazione è ridotta e le retribuzioni hanno normalmente tendenza ad aumentare. Tuttavia, tale eventualità potrebbe anch'essa avere effetti indesiderati. Come già accennato, vi è il rischio che si intensifichino le pressioni inflazionistiche o, qualora le rivendicazioni salariali andassero invece a intaccare i margini di profitto, che vengano deluse le aspettative dei mercati azionari, con possibili implicazioni sia per i prezzi delle attività sia per gli investimenti delle imprese.

In caso di sostanziale decelerazione dell'economia statunitense, la questione cruciale riguarderebbe le ripercussioni sulle altre economie. Da un lato, la domanda interna ha di recente acquistato vigore nell'area dell'euro e in Giappone, così come in varie economie emergenti. Inoltre, diversamente da quanto accaduto al volgere del secolo in occasione del rallentamento collegato al settore informatico, non vi è stato un boom sincrono dell'industria che possa all'improvviso collassare a livello globale. Un ulteriore fattore di sostegno al proseguimento della crescita mondiale proviene poi dal calo della quota delle esportazioni verso gli Stati Uniti in un contesto di generale forte aumento del commercio internazionale.

Dall'altro lato, sia in Germania sia in Giappone la ripresa della domanda interna ha assunto in maniera preponderante la forma di investimenti societari, trainati a loro volta da una vigorosa domanda di esportazioni. Lo stesso vale per la Cina, dove il ritmo di sviluppo dell'economia è stato definito dal Primo Ministro Wen Jiabao "instabile, squilibrato, scoordinato e insostenibile". Inoltre,

pur in assenza di sincronia nel ciclo economico, un brusco rallentamento negli Stati Uniti potrebbe incidere negativamente sul clima di fiducia collettivo a livello mondiale. E se è vero che le esportazioni dirette destinate a questo paese si sono ridotte rispetto ai flussi totali dell'interscambio mondiale, un'importante componente di tali flussi consiste ormai nei beni importati dalla Cina per l'assemblaggio di manufatti. Sotto questo aspetto, l'esposizione indiretta di molte economie asiatiche a una più lenta crescita americana potrebbe essere comunque significativa. Infine, va rilevato che gli Stati Uniti non sono affatto l'unica economia a reggersi su consumi alimentati dall'indebitamento, e anzi in alcuni paesi i tassi di risparmio delle famiglie sono ampiamente negativi, il che potrebbe rappresentare un ulteriore canale di contagio.

Alle incertezze di breve periodo circa l'inflazione e la crescita vanno ad aggiungersene altre di medio periodo, non ultime quelle riguardanti i persistenti e sostanziali squilibri commerciali mondiali. È questo forse un problema che richiede una risposta di parte ufficiale per ridurre il rischio di oscillazioni considerevoli e potenzialmente dirompenti dei tassi di cambio? O, piuttosto, si può presumere che gli afflussi di capitali necessari a finanziare gli attuali disavanzi continueranno a essere disponibili a condizioni non molto diverse anche in un futuro prevedibile?

I paesi con ampi disavanzi commerciali sono generalmente gli stessi in cui la domanda interna è andata crescendo a ritmi relativamente sostenuti e i tassi di interesse sono di conseguenza relativamente elevati. In linea di principio, occorrerebbe che la moneta di tali paesi si deprezzasse. Ciò consentirebbe infatti di ridurre progressivamente i disavanzi esterni man mano che la domanda interna cominciasse a indebolirsi sotto l'influsso del rialzo dei tassi. In pratica, purtroppo, un livello relativamente elevato dei tassi di interesse spesso attira afflussi di capitali privati di entità tale da provocare un apprezzamento, anziché un deprezzamento, del tasso di cambio, nonché un aumento dei prezzi delle attività interne, il quale favorisce un incremento, anziché una riduzione, della spesa. Entrambe queste dinamiche condurrebbero a un ulteriore peggioramento del disavanzo commerciale. Tale processo ha sostanzialmente caratterizzato l'economia degli Stati Uniti prima del 2001 e, nella sua seconda componente, continua a farlo oggi. Inoltre, negli ultimi anni si sono avute numerose variazioni su questo tema del "carry trade", con effetti ancora più pronunciati nelle economie minori quali la Nuova Zelanda e un certo numero di paesi dell'Europa centrale e orientale. In molti di questi paesi, compresi quelli dove le grandezze fondamentali sono significativamente migliorate, sono andati crescendo i timori che un'eventuale improvvisa inversione di tali flussi di capitali complichino considerevolmente la gestione macroeconomica.

Il disavanzo commerciale statunitense è di natura molto particolare, soprattutto a causa del ruolo del dollaro come moneta di riserva. In effetti, dopo il 2001 la riduzione significativa degli afflussi di capitali privati è stata controbilanciata da afflussi provenienti dal settore pubblico, cosicché il valore del dollaro ha subito un calo soltanto graduale. Questa situazione ha avuto il vantaggio di poter essere gestita in modo piuttosto agevole, ma al contempo lo svantaggio di non aver portato ad alcuna riduzione percepibile del disavanzo

commerciale degli Stati Uniti. Se a ciò si aggiungono il progressivo passaggio a un saldo deficitario della bilancia dei servizi e le crescenti dimensioni della posizione debitoria sull'estero, è chiaro che il dollaro resta vulnerabile a un'improvvisa perdita di fiducia del settore privato e ai connessi presumibili aumenti dei premi al rischio nei mercati finanziari. Una tale evoluzione sarebbe positiva ai fini del processo di correzione esterna, ma potrebbe aggravare sia le pressioni inflazionistiche di breve periodo, sia i rischi di una decelerazione più grave dell'economia.

L'affidabilità degli afflussi dal settore pubblico è anch'essa divenuta più incerta per almeno due motivi. In primo luogo, i paesi diversi dagli Stati Uniti potrebbero ora essere sempre più inclini a ridurre gli interventi ufficiali e lasciare che le loro monete si apprezzino. Una possibile ragione alla base di tale atteggiamento sarebbe la volontà di limitare le perdite connesse con una crescente esposizione valutaria. Ma, quel che forse ancor più conta, vi sono indicazioni sempre maggiori di distorsioni interne causate sia dagli interventi valutari sia dalle politiche monetarie accomodanti che hanno agito nel senso di mantenere basso il tasso di cambio. Le autorità di Cina, Giappone e alcuni paesi produttori di materie prime hanno già espresso pubblicamente forte preoccupazione per gli eccessivi investimenti e le errate allocazioni di risorse potenzialmente presenti nelle rispettive economie. E, come già rilevato, in vari paesi le pressioni inflazionistiche stanno crescendo e le operazioni di sterilizzazione paiono divenire sempre più difficili.

Il secondo pericolo potenziale è che i detentori di grandi portafogli di riserve comincino a ridurre la quota delle nuove disponibilità denominate in dollari USA. Da un lato, il principio della parità scoperta dei tassi di interesse implica che su orizzonti temporali sufficientemente lunghi una siffatta strategia non accresca i rendimenti. Ciò dovrebbe scoraggiare le ricomposizioni dei portafogli, ancora prevalentemente denominati in dollari. Dall'altro, scegliendo un'appropriata diversificazione valutaria sarebbe possibile ridurre la varianza dei rendimenti, misurati in moneta nazionale, dei portafogli di riserve. Non è chiaro se le considerazioni riguardo alla variabilità dei rendimenti forniscano un motivo sufficiente per ridurre significativamente la parte del dollaro nelle riserve. E ci si può anche chiedere se interventi ufficiali di questo tipo possano produrre un impatto sensibile sui tassi di cambio, in assenza di un diffuso comportamento analogo da parte del settore privato. Quel che è più sicuro, la crescente importanza attribuita dai gestori delle riserve alla massimizzazione dei rendimenti li porterà a interessarsi alle valute di paesi che offrono un facile accesso a titoli di capitale e ad altri strumenti idonei a tale obiettivo.

Un'ultima serie di incertezze di medio periodo concerne le potenziali vulnerabilità dei mercati finanziari e le loro possibili ripercussioni sulle istituzioni finanziarie. Come rilevato nell'Introduzione, le quotazioni di quasi tutte le attività hanno seguito una tendenza al rialzo, praticamente ininterrotta, dalla metà del 2003. Per alcuni osservatori non è difficile trovare ragioni che giustificano gli aumenti di prezzo di singole attività e li fanno così apparire più sostenibili. Ad esempio, in molti casi i bassissimi spread sulle emissioni di mutuatari sovrani sono in linea con i chiari miglioramenti della *governance* e delle politiche macroeconomiche. I livelli comparabilmente bassi degli spread

sui titoli societari ad alto rischio rifletterebero, quanto a loro, i profitti elevati e gli esigui tassi di insolvenza degli ultimi anni. I premi a termine insolitamente contenuti potrebbero spiegarsi con l'assenza di volatilità osservabile da qualche tempo nelle principali variabili macroeconomiche. I prezzi delle materie prime e degli oggetti d'arte risentono della domanda addizionale proveniente dai nuovi mercati emergenti. Infine, il rincaro delle abitazioni, divenuto un fenomeno quasi mondiale, può essere ascritto ai minori tassi ipotecari a lungo termine.

Tuttavia si potrebbe anche sostenere, coerentemente con la difficoltà intrinseca di effettuare valutazioni di più lungo periodo, che la reazione dei mercati alle notizie positive sia forse divenuta irrazionalmente esuberante. I passati successi paiono avere una naturale tendenza a generare situazioni in cui crescono a spirale l'assunzione di rischio, la leva finanziaria, l'erogazione di credito, i prezzi, le garanzie reali disponibili e ancora l'assunzione di rischio. Una manifestazione di questa tendenza osservata negli ultimi anni è il fatto che i periodi intermittenti di volatilità finanziaria sono divenuti progressivamente più brevi. A quanto pare, la buona tenuta di cui hanno dato prova i mercati di fronte a shock successivi ha accreditato sempre più l'idea che un ribasso dei prezzi rappresenti una buona opportunità di acquisto. Il pericolo insito in questi processi endogeni del mercato è che a un certo punto essi possono, e anzi devono, subire un'inversione se le grandezze fondamentali sono state sovrastimate. Inoltre, vi è il rischio che, in caso di prosciugamento della liquidità e di aumento delle correlazioni fra i prezzi delle attività, i valori subiscano variazioni eccessive anche verso il basso. Cicli di questo tipo si sono verificati molte volte in passato.

La domanda ovvia che si pone è chi potrebbe essere danneggiato da una siffatta evoluzione. Le grandi banche d'affari e commerciali sembrano avere un'ottima dotazione di capitale e in molti casi hanno realizzato profitti record. Anche l'attenzione che dedicano alla gestione del rischio è senza precedenti. Eppure i mercati devono aver già individuato alcuni elementi critici, poiché gli spread sui *credit default swap* riferiti ad alcune delle istituzioni più note sono saliti rispetto ai livelli che sarebbero giustificati alla luce dei loro rating. Un'area problematica concerne il rischio di mercato e il grado di leva finanziaria. I bilanci hanno registrato un'espansione significativa. Per giunta, gli indici del valore a rischio sono rimasti costanti pur in presenza di un calo sostanziale della volatilità misurata. Un altro potenziale pericolo, collegato alla strategia "originate and distribute" basata sulla creazione e sul successivo trasferimento del credito, è che in situazioni di turbolenza i prestatori originari si ritrovino con uno stock pendente di attività svalutate. Il fatto che le banche oggi forniscano sempre più spesso capitale di rischio, e non solo credito, per finanziare un numero ancora crescente di fusioni e acquisizioni societarie non è certo un buon segno. Un timore, a questo strettamente collegato, riguarda la possibilità che le banche abbiano, intenzionalmente o inavvertitamente, conservato in bilancio un grado significativo di rischio creditizio.

Posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo più diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? La verità è che

non lo sappiamo. Gran parte del rischio è incorporato in varie forme di titoli cartolarizzati di crescente complessità e opacità. Tali titoli sono stati acquistati da una vasta gamma di banche minori, fondi pensione, società di assicurazione, *hedge fund*, fondi di altro tipo e persino investitori individuali, in ciò incoraggiati dai rating generalmente alti attribuiti a questi strumenti. I rating riflettono tuttavia solo le perdite attese e non la probabilità insolitamente alta di eventi estremi dalle ripercussioni potenzialmente ampie sui valori di mercato. I più esposti potrebbero essere gli *hedge fund*, poiché molti di loro si sono specializzati nell'acquisto delle tipologie più rischiose di questi strumenti e la loro leva finanziaria intrinseca può essere di conseguenza molto elevata.

Non è possibile, per definizione, giungere a formulare una predizione a partire da tutte queste incertezze. Anzi, se si ritiene che i molteplici sviluppi plausibili siano tutti in grado di interagire fra loro in vario modo, si possono prefigurare migliaia di scenari diversi. Eppure va notato che dietro ogni serie di potenziali problemi sembra annidarsi uno stesso fattore comune, ossia le condizioni finanziarie altamente accomodanti di cui si è parlato nell'Introduzione. Questa osservazione non mette necessariamente in discussione la previsione prevalente in quanto tale, ma dovrebbe almeno servire a rammentarci che eventi estremi con un impatto sull'economia mondiale potrebbero avere a un certo punto costi molto maggiori di quanto comunemente si ritenga.

Sfide nella formulazione di una risposta ufficiale

Vi sono varie domande a un tempo difficili e importanti che si pongono ai banchieri centrali, per le quali non esistono risposte concordi. La prima attiene al ruolo appropriato degli aggregati monetari e creditizi nella formulazione della politica monetaria. La seconda è strettamente collegata: ammettendo che possano verificarsi occasionalmente cicli *boom-bust* provocati dall'espansione del credito, le autorità dovrebbero cercare di impedire l'accumulo degli squilibri o limitarsi a mettere ordine a cose avvenute?

Riguardo al primo quesito, è possibile individuare tre scuole di pensiero, ciascuna delle quali può vantare almeno qualche adepto in gran parte delle banche centrali. La prima pone l'accento sugli effetti di breve periodo prodotti sull'inflazione dagli squilibri fra la domanda e l'offerta aggregate, ritenendo che nel più lungo periodo l'evoluzione dei prezzi sia determinata perlopiù dalle aspettative riguardo a tali squilibri. I fautori di questa tesi tendono generalmente a riconoscere un ruolo minore alla moneta e al credito. La seconda linea di pensiero assegna più importanza agli andamenti monetari quali determinanti delle tendenze di lungo periodo dell'inflazione. In pratica, ciò significa che, pur continuando a porre l'accento sull'influsso esercitato dagli squilibri di domanda-offerta sull'inflazione, le conclusioni sul piano delle politiche dovrebbero essere sistematicamente verificate a fronte dei dati monetari. Infine, la terza scuola di pensiero attribuisce anch'essa grande rilevanza agli andamenti monetari, ma soprattutto a quelli creditizi, seppure per motivi diversi. Per i sostenitori di questa linea è fonte di timore la compresenza di una rapida crescita degli aggregati e di un'ascesa dei prezzi delle attività,

specie se accompagnata da deviazioni considerevoli e perduranti del profilo della spesa dalla sua tradizionale norma. Essi ammettono che nel medio termine tale situazione potrebbe sfociare in un aumento dell'inflazione, ma paventano ancora di più un ciclo *boom-bust* che potrebbe avere costi economici significativi, non esclusa un'indesiderata deflazione su un orizzonte temporale più distante.

Queste disparità di opinione sono il frutto sia dell'esperienza storica sia di mode culturali. Gli adepti della prima scuola di pensiero fanno valere che le previsioni di inflazione formulate in base all'analisi degli squilibri fra domanda e offerta si sono rivelate ragionevolmente corrette in molti paesi e su lunghi periodi. Il loro rifiuto di riconoscere un ruolo più formale alla moneta si fonda in parte sugli insuccessi dell'esperimento "monetarista" degli anni settanta, ma anche sull'incapacità dell'econometria di dimostrare l'esistenza di una relazione causale stabile fra moneta e inflazione nei rispettivi paesi. I sostenitori della seconda scuola rilevano che il loro credo nel nesso fra moneta e inflazione ha solide basi nella teoria. Inoltre, la Deutsche Bundesbank e la Banca nazionale svizzera hanno saputo tradurre tale credo in efficaci politiche antinflazionistiche durante vari decenni. Quanto alla terza scuola di pensiero, essa è influenzata non soltanto dalla teoria del ciclo economico precedente la seconda guerra mondiale, ma anche dalla dolorosa esperienza storica degli episodi di *boom-bust* cui si è accennato sopra.

Se le mode vanno e vengono, nondimeno l'influsso della seconda e della terza scuola di pensiero sta crescendo. Negli ultimi anni varie banche centrali hanno fatto riferimento, nell'aumentare i tassi ufficiali, ai timori per la progressione rapidissima sia del credito sia dei prezzi delle attività. Diverse altre banche centrali hanno annunciato l'intenzione di estendere il loro normale orizzonte di riferimento, al fine di valutare meglio l'intera gamma dei possibili effetti risultanti dalle loro politiche. Infine, pressoché ovunque si sente parlare di una "normalizzazione" dei tassi ufficiali, un concetto da cui discenderebbe implicitamente che l'adeguatezza della politica monetaria non possa essere giudicata unicamente in base al suo impatto di breve periodo.

All'origine di questo cambiamento nel modo di pensare vi sono vari fattori. Prevedere l'inflazione utilizzando le metodologie tradizionali è diventato ovunque più difficile. Le banche centrali sono pertanto alla ricerca di nuovi criteri guida, fra cui l'impiego degli aggregati monetari e creditizi. In effetti, le ricerche condotte presso alcune banche centrali hanno di recente permesso di individuare quella che sembra essere una relazione affidabile fra gli aggregati monetari e l'inflazione su orizzonti temporali lunghi. Inoltre, con il trascorrere del tempo l'insorgere di nuove crisi e l'ulteriore studio di quelle passate hanno fornito evidenze empiriche a sostegno delle motivazioni specifiche addotte dalla terza scuola di pensiero. Infine, con il moltiplicarsi degli indizi secondo cui l'economia mondiale è contraddistinta a un tempo da numerosi squilibri e da un appiattimento nel breve periodo della curva di Phillips, anche le stime delle perdite economiche derivanti da una successiva flessione sono state corrette verso l'alto. In sintesi, sono aumentati i rischi associati a eventuali errori di *policy*. Tutti questi fattori hanno contribuito a ravvivare il dibattito, e in certi casi persino a far cambiare le opinioni.

Un altro interrogativo che dà origine a risposte contrastanti è come meglio comportarsi di fronte a quella che sembrerebbe la naturale prociclicità del sistema finanziario. È auspicabile che in determinate circostanze la politica monetaria opponga resistenza a una fase espansiva, anche in assenza di pressioni inflazionistiche? E, in caso affermativo, in che modo dovrebbe farlo? O forse dovrebbe piuttosto opporsi al successivo rallentamento? E, ancora una volta, in che modo? Oppure, viste le lacune delle nostre conoscenze e dei singoli strumenti operativi attualmente a disposizione, dovrebbe fare entrambe le cose, utilizzando vari strumenti nel medesimo tempo? Non essendo pensabile una ri-regolamentazione profonda dei mercati finanziari, che creerebbe col tempo molte inefficienze deleterie, questo approccio più pragmatico alla prociclicità potrebbe presentare numerosi vantaggi.

La principale motivazione per inasprire la politica monetaria nella fase ascendente del ciclo è quella di moderare gli eccessi nei comportamenti economici e finanziari e, così facendo, contenere i costi della fase discendente. Questo approccio presenta ovviamente alcune importanti difficoltà di ordine pratico. Come valutare se gli squilibri accumulati hanno raggiunto dimensioni tali da richiedere un intervento delle autorità? Quale grado di inasprimento sarebbe necessario per moderare l'euforia del mercato? E la stessa manovra rischierebbe di provocare gravi danni ai segmenti dell'economia che non ne sono toccati? Queste considerazioni sono state ribadite, giustamente, in relazione agli ostacoli che i banchieri centrali incontrerebbero qualora ponessero a obiettivo i prezzi delle attività. Ma l'idea qui è un'altra. Quel che si vuole suggerire è piuttosto di intervenire allorché vari indicatori – non soltanto i prezzi delle attività, ma anche la crescita del credito e il profilo della spesa – si comportano simultaneamente in un modo che segnala un progressivo aumento delle esposizioni. In linea di principio, una siffatta configurazione sarebbe a un tempo più rara e di più facile individuazione. Inoltre, quanto più diffuso è il sentimento di euforia, tanto minore è il rischio che un inasprimento della politica monetaria abbia ripercussioni indesiderate sui settori che ne sono estranei.

Ciò detto, le economie aperte minori, e sempre più spesso anche quelle di dimensioni non tanto piccole, saranno confrontate in questo caso a un problema particolare qualora il livello relativamente elevato dei loro tassi di interesse attragga flussi considerevoli di capitali dall'estero. Tali afflussi possono contribuire a un forte aumento del tasso di cambio e alla creazione di condizioni creditizie interne più accomodanti, anziché più restrittive. Entrambi questi fattori rischiano, per un certo tempo, di acuire gli squilibri sottostanti che preoccupano i responsabili delle politiche, come avvenuto di recente in Nuova Zelanda e Thailandia. Una risposta auspicabile potrebbe essere una politica di bilancio più severa, ma ove si limitasse a rafforzare la fiducia nel paese in questione, tale azione potrebbe attrarre ulteriori capitali. In ogni caso, un inasprimento fiscale non è sempre di facile attuazione a livello politico, non fosse altro perché le entrate tributarie straordinarie associate alle fasi espansive spesso fanno sì che la posizione di bilancio del governo appaia eccessivamente prudente. Su un orizzonte di più lungo periodo, il ripresentarsi di questo genere di difficoltà potrebbe finire per mettere in questione la

sostenibilità di alcune valute minori. Di fatto, ciò concorda con quanto accaduto in Europa dopo che negli anni ottanta furono rimosse le restrizioni ai movimenti internazionali di capitali.

Di fronte a difficoltà estreme di questo tipo, varie economie minori sono ricorse a strumenti amministrativi per contenere l'espansione del credito. A questo fine sono state tentate restrizioni di vario genere aventi per oggetto, fra l'altro, i movimenti di capitali, la riserva obbligatoria, le ponderazioni di rischio e lo scarto di garanzia sui crediti, ma senza ottenere grandi risultati. Tutti i provvedimenti amministrativi di questo tipo, comunque, finiscono inevitabilmente per essere elusi.

Nondimeno, pur dando atto di queste difficoltà di ordine pratico, i costi potenzialmente derivanti dai problemi di fondo sottolineano l'esigenza di una cooperazione più sistematica fra le istanze monetarie e regolamentari interne, rispetto a quanto non sia di norma avvenuto in passato. Basandosi preferibilmente su informazioni migliori di quelle oggi disponibili in merito alle esposizioni di famiglie, imprese e banche, le autorità dovrebbero accordarsi in via preventiva sulle rispettive misure da intraprendere per attenuare i rischi associati con la crescente esposizione creditizia. In certi casi le difficoltà che si profilano potrebbero richiedere una maggiore cooperazione anche a livello internazionale, oltre che interno. Si pensi ad esempio all'Europa centrale e orientale. Gran parte del credito erogato in quest'area proviene da banche commerciali con casa madre nell'Europa occidentale. La quasi totalità di queste banche non presenta un'esposizione patrimoniale significativa, ma l'esposizione macroeconomica dei paesi destinatari dei prestiti è in costante aumento.

Alla luce di tutte le difficoltà che comporta un'azione preventiva, non stupisce che esista anche una seconda scuola di pensiero, la quale essenzialmente accetta che lo scoppio della bolla abbia luogo, ma sostiene che i relativi costi possono essere significativamente ridotti mediante una successiva vigorosa espansione monetaria. In verità, si può rilevare che tale approccio è stato utilizzato a più riprese negli ultimi vent'anni, non da ultimo nel 2001, e sembra in molti casi aver funzionato piuttosto bene.

Anche questo secondo approccio ha però i suoi difetti. Il primo è che potrebbe non funzionare sempre. Si pensi al caso del Giappone, quale esempio concreto di come possa risultare vano "spingere la corda". È davvero pensabile che quindici anni di debole performance economica possano ricondursi al fatto che la Bank of Japan non allentò la politica monetaria in modo abbastanza aggressivo nel 1991? Di fatto, i tassi ufficiali giapponesi calarono in modo assai pronunciato all'epoca, come del resto era avvenuto negli Stati Uniti nel 1930, anche in quel caso con scarsi effetti. Più plausibili come spiegazioni del ristagno giapponese sono la soglia zero dei tassi ufficiali, rivelatasi un vincolo importante, e i livelli eccessivi di investimento e debito accumulati durante la congiuntura favorevole, che hanno gravato pesantemente sull'economia per molti anni.

Sebbene il ricorso a una riduzione dei tassi di interesse per sostenere la domanda rimanga comunque un'opzione sensata, tale riduzione, se protratta troppo a lungo, rischia di produrre effetti collaterali indesiderati. Dal lato dell'offerta, un livello dei tassi di interesse inferiore a quello di equilibrio di

fatto trasferisce ricchezza dai creditori ai debitori, il che tenderà col tempo ad abbassare i saggi di risparmio e il potenziale dell'economia. Se si consente alle società "zombi" di rimanere a galla, è probabile che il continuo eccesso di capacità produttiva pregiudichi i profitti e le possibilità di sopravvivenza delle altre imprese. Sul piano finanziario, un facile accesso al credito può altresì incoraggiare le operazioni di fusione e acquisizione, analogamente a quanto avvenuto piuttosto di recente. Non solo queste operazioni spesso non creano valore aggiunto, come dimostra l'esperienza storica, ma col tempo possono addirittura indurre il settore societario a innalzare in modo più generalizzato il grado di leva al fine di tutelarsi da possibili azioni ostili. All'interno del settore finanziario, la ricerca di rendimento potrebbe favorire comportamenti imprudenti. Tutti questi fattori rendono l'economia sempre più vulnerabile agli shock. Di fatto, fronteggiare oggi il problema della carenza di domanda attraverso una protratta condiscendenza monetaria potrebbe creare le premesse per problemi più gravi in futuro.

Queste considerazioni portano a concludere che il ricorso a iniezioni di liquidità per gestire situazioni problematiche deve quantomeno accompagnarsi a misure più concrete e fondamentali volte a promuovere la riduzione del debito in eccesso e degli investimenti improduttivi accumulati. Le imprese che non hanno possibilità manifeste di sopravvivenza dovrebbero essere prontamente liquidate, lasciando che gli azionisti e i dirigenti ne paghino il prezzo. Alle altre imprese si dovrebbe poi consentire di trovare impieghi alternativi per le risorse rese disponibili. Inoltre, in caso di ripercussioni gravi sul sistema bancario, questo dovrebbe essere ristrutturato ispirandosi ai sani principi enunciati così chiaramente in risposta alle crisi bancarie dei paesi nordici nei primi anni novanta.

Un elemento di complicazione, specie nei mercati emergenti, è che una siffatta ristrutturazione richiede un insieme di competenze di cui molti paesi sono privi. Vi è scarsità di contabili, analisti aziendali, giuristi ed esperti in materia fallimentare. In aggiunta, talvolta le procedure legali non sono ancora sufficientemente sviluppate da permettere interventi rapidi e risolutivi, per vie giudiziali o extragiudiziali. Non è difficile immaginare che in alcuni paesi tali carenze possano fortemente incoraggiare atteggiamenti di acquiescenza nell'eventualità di crisi. Occorre chiaramente porre mano quanto prima a questo aspetto, dal momento che la correzione delle carenze richiederà sicuramente tempo. È vero che le grandi società finanziarie dei paesi industriali avanzati stanno attualmente cercando di fronteggiare tali problemi mettendo insieme équipe di specialisti in liquidazioni e fallimenti. Sempre maggiore preminenza hanno anche i cosiddetti "fondi avvoltoio". Tuttavia, è lecito chiedersi se ciò rappresenti davvero una fonte di sollievo, e non piuttosto di preoccupazione.

Quale direzione per le politiche?

Dopo aver illustrato le varie incertezze riguardanti i futuri eventi economici e finanziari che complicano la scelta della più appropriata risposta di politica economica, dobbiamo purtroppo fare i conti con una realtà ineludibile. Le decisioni vanno comunque prese, e in un'ottica lungimirante. Per fortuna,

l'attuale insieme di circostanze consente di arrischiare alcune raccomandazioni. Sostanzialmente, esse si riassumono nello sfruttare l'odierna congiuntura chiaramente favorevole per prepararsi a un futuro che sarà, per definizione, meno certo.

Per quanto riguarda la politica monetaria, sia chi teme un aumento dell'inflazione nel breve termine, sia chi teme un ulteriore accumulo di squilibri a medio termine potrebbe vedere di buon occhio un nuovo inasprimento. Le pressioni inflazionistiche sembrano globalmente in aumento, mentre gli indizi di squilibri di vario tipo continuano a crescere pressoché ovunque. Per coloro che guardano con inquietudine alle spinte sui prezzi, sono le economie con disavanzi sull'estero, soprattutto le maggiori, che dovrebbero assumersi una speciale responsabilità nel contribuire a moderare la crescita della domanda mondiale. Coloro che invece si preoccupano per gli squilibri e l'allocazione distorta delle risorse noteranno che la Cina sembra presentare uno scarto particolarmente ampio fra il livello effettivo dei tassi di interesse e quello "normale" determinato dal saggio di sviluppo potenziale dell'economia.

Il Giappone è alle prese con perduranti pressioni al ribasso sui prezzi, le quali tuttavia sono sempre più il riflesso degli shock positivi dal lato dell'offerta osservati in altre parti del mondo. Ciò, assieme ai miglioramenti fondamentali realizzati nel livello dell'indebitamento societario e nel volume dei prestiti in sofferenza, implica che si è notevolmente ridotto il rischio di una perniciosa spirale deflazionistica. Il vigore che pare mostrare la crescita economica, e la possibilità che i deflussi di capitali dal Giappone producano effetti sgraditi altrove, forniscono ulteriori argomenti a sostegno della raccomandazione che la Bank of Japan continui sulla via di una graduale normalizzazione dei tassi di interesse.

Considerazioni tanto di breve quanto di medio periodo dovrebbero parimenti orientare la politica di bilancio nella stessa direzione. Un inasprimento fiscale potrebbe concorrere a moderare la crescita della domanda mondiale, benché al riguardo non siano trascurabili i pericoli del *fine-tuning*. In un'ottica di più lungo periodo, tuttavia, i livelli sia del disavanzo sia del debito di molti paesi sono stati definiti preoccupanti. Inoltre, i paesi che presentano deficit gemelli (fiscali ed esterni) potrebbero trarre particolarmente vantaggio da ulteriori progressi nel risanamento. Questo permetterebbe di ridurre i premi al rischio, la probabilità di fughe destabilizzanti di capitali in caso di futuri rallentamenti dell'economia e naturalmente la connessa possibilità di brusche oscillazioni nei mercati dei cambi.

Se è giusto che in generale le grandi economie con tassi di cambio fluttuanti debbano continuare a lasciar muovere liberamente le proprie monete, vi è però chiaramente qualcosa di anomalo nel perdurante calo del valore esterno dello yen. Un inasprimento della politica monetaria contribuirebbe a raddrizzare la situazione, ma il problema di fondo sembra essere la convinzione fin troppo ferma degli investitori che allo yen non sarà consentito di apprezzarsi in modo significativo. Al riguardo, gli investitori farebbero bene a ricordare ciò che avvenne nell'autunno del 1998, allorché la divisa giapponese guadagnò oltre il 10% nei confronti del dollaro statunitense nello spazio di due giorni, infliggendo perdite considerevoli agli operatori coinvolti in strategie di *carry trade*.

Dovrebbe anche esservi una maggiore disponibilità a permettere un apprezzamento del renminbi, sebbene vada riconosciuto che per le autorità cinesi ciò comporterebbe formidabili sfide sul piano interno. Tale politica consentirebbe inoltre un ulteriore apprezzamento di altre valute asiatiche nei confronti del dollaro USA, concorrendo anche per questa via a ridurre gli squilibri commerciali internazionali. Benché in Cina alcuni sembrino ritenere che all'origine dei recenti problemi del Giappone vi sia il fatto di aver lasciato che lo yen si apprezzasse negli ultimi anni ottanta, questa lettura della storia non è corretta. Le premesse della recessione giapponese vanno piuttosto individuate nella precedente forte crescita monetaria intesa a mantenere lo yen su valori bassi. E, considerati i recenti tassi di espansione del credito, gli incrementi dei prezzi delle attività e gli investimenti massicci nell'industria pesante, anche l'economia cinese sembra mostrare sintomi molto simili e inquietanti.

Le attuali condizioni economiche e finanziarie assai favorevoli dovrebbero poi assecondare riforme strutturali volte a migliorare la crescita in tutto il mondo. La maggiore sfida riguardante l'economia reale è forse quella di agevolare il riorientamento verso i servizi *non-tradable* in paesi che presentano attualmente ampi avanzi commerciali, in particolare la Cina e il Giappone. Per analogia, il riorientamento verso il settore dei *tradable* è necessario negli Stati Uniti, allo scopo di contribuire a ridurre il disavanzo di conto corrente.

Il problema è che al momento l'allocazione delle risorse in tutti e tre questi paesi si sta muovendo decisamente nella direzione sbagliata. In Cina e Giappone gli investimenti sono ancora in ampia misura orientati ai mercati di esportazione. Inoltre, qualora la regione asiatica fosse colpita da uno shock economico, è alquanto probabile che si farebbe ancor più affidamento sulle esportazioni per mantenere la crescita dell'occupazione. Ne risulterebbe chiaramente acuito il pericolo di un ulteriore aumento delle pressioni protezionistiche nei paesi occidentali, già considerevoli. Negli Stati Uniti ai fini dell'aggiustamento dei conti con l'estero non sono stati certo propizi i recenti massicci investimenti nell'edilizia residenziale. Gli immobili sono per eccellenza beni *non-tradable*, non fungibili e di lunga durata. Di qui la possibilità che, per conseguire la riallocazione interna di capitale e lavoro necessaria nei paesi in questione, il segnale di prezzo fornito dai movimenti del tasso di cambio debba essere di entità assai maggiore.

Quanto agli sviluppi nel settore finanziario, quand'anche fosse possibile, sarebbe ovviamente indesiderabile cancellare i cambiamenti intervenuti negli ultimi decenni nei paesi industriali avanzati. Ciò nonostante, è forse lecito esprimere maggiore scetticismo riguardo ad alcuni dei presunti benefici apportati dall'avvento di nuovi operatori, nuovi strumenti e nuovi modelli operativi, in particolare l'approccio "originate and distribute", divenuto così diffuso. Questi sviluppi presentano sì chiari benefici, ma possono al tempo stesso provocare effetti collaterali, con i relativi costi. Per quanto riguarda le economie emergenti, è essenziale che la liberalizzazione sia preceduta da modifiche strutturali tali da consentire di preservare la resilienza dei sistemi finanziari di fronte a shock sia interni sia esterni. Benché siano già stati realizzati molti progressi, il cammino da compiere è ancora lungo.

Infine, vale la pena notare che le autorità nazionali hanno sempre dovuto affrontare il problema di reagire agli shock esterni, ma nel mondo attuale globalizzato e retto dal mercato questi shock hanno assunto una rilevanza ben maggiore. Inoltre, per gli stessi motivi, l'azione delle autorità nazionali produce in misura crescente effetti esterni, condizionando l'operato di quelle degli altri paesi. Se tali interazioni valgono in tempi favorevoli, ancor più importanti divengono forse in circostanze avverse, allorché è necessario coordinare gli sforzi di numerose autorità nazionali per gestire i problemi internazionali con i minori costi possibili. Sebbene in molti ambiti la cooperazione fra paesi si sia rafforzata, la struttura politica e istituzionale non ha tenuto il passo delle nuove realtà mondiali. Vi è tuttora un'eccessiva tendenza delle autorità dei singoli paesi ad agire isolatamente e, sul piano internazionale, a non andare oltre la fase del dialogo. È questo un altro squilibrio mondiale che va affrontato con urgenza.