

I. Introduzione: fine della (insostenibile) corsa

Il 9 agosto 2007 la turbolenza che già si avvertiva nell'aria si è abbattuta in modo dirompente sui mercati finanziari. Quel giorno, varie banche centrali si sono sentite in dovere di prendere misure straordinarie nell'intento di riportare ordine sul mercato interbancario, destabilizzato dal congelamento dei rimborsi da parte di un ristretto numero di fondi che avevano investito in prodotti di finanza strutturata garantiti da mutui ipotecari *subprime* statunitensi di recente emissione. Quando o dove la turbolenza avrà fine nessuno lo può dire con certezza. La sua durata, la sua portata e le crescenti indicazioni dei suoi effetti sull'economia reale hanno colto di sorpresa gran parte degli osservatori, del settore sia privato che pubblico.

Eppure, è essenziale comprendere quel che sta accadendo. Com'è possibile che i problemi collegati ai mutui *subprime*, un segmento così piccolo dei mercati finanziari internazionali, abbiano provocato un tale subbuglio? La risposta a questa domanda è di importanza cruciale per valutare quale potrà essere la gravità delle conseguenze economiche di questi avvenimenti. Lo è anche per stabilire quale debba essere la reazione appropriata delle autorità. La priorità va data alla risoluzione delle difficoltà attuali. Ma è altrettanto importante definire e realizzare nuove riforme volte a ridurre la probabilità che avvenimenti potenzialmente così costosi si ripetano in futuro. Per quanto possano essere ardue, le sfide di oggi rappresentano altresì uno stimolo di cambiamento istituzionale che non andrebbe ignorato.

Finora le analisi si sono perlopiù focalizzate sui segmenti di mercato dove le turbolenze hanno avuto inizio e sul particolare ruolo svolto dai più recenti sviluppi finanziari. Esse hanno cercato di individuare gli aspetti inediti di questa fase di turbolenza, ponendo l'accento sulle carenze delle modalità con cui il modello *originate-to-distribute* dell'attività bancaria è stato trasposto al settore dei mutui ipotecari, evidenziando inoltre la più larga diffusione dei prodotti strutturati altamente innovativi, l'incoraggiamento al loro uso da parte delle agenzie di rating e il ricorso delle banche a veicoli fuori bilancio per alleggerire i requisiti patrimoniali. Si tratta di elementi importanti, che suggeriscono utili raccomandazioni sul piano delle politiche.

Nondimeno, tale approccio è soltanto parte di un'analisi più fondamentale che contribuisce a delucidare non soltanto la recente turbolenza finanziaria, ma anche l'aumento dell'inflazione e la brusca flessione di molti mercati delle abitazioni. Essa pone in luce le analogie fra l'ultimo periodo di turbolenza finanziaria ed economica e molti altri passati episodi di questo tipo. Gli storici ricorderebbero la lunga recessione iniziata nel 1873, la depressione economica mondiale cominciata verso la fine degli anni venti e le crisi giapponese e asiatica rispettivamente dei primi e degli ultimi anni novanta. In ciascuno

di questi episodi un prolungato periodo di forte espansione del credito ha coinciso con un'espansione sempre più euforica dell'economia reale e dei mercati finanziari, cui ha fatto seguito una crisi inattesa e un rallentamento di lunga durata. Quasi sempre una qualche scoperta economica o innovazione finanziaria ha fornito l'alibi di una "nuova era" a giustificazione della rapida espansione creditizia, per poi essere prevedibilmente additata come il principale colpevole della seguente contrazione. Sotto questa luce, ciò che è stato considerato come elemento inedito dell'attuale congiuntura non presenta nulla di fondamentalmente nuovo.

I fatti

Nel corso degli ultimi due decenni molti sembrano essere stati gli sviluppi positivi dell'economia mondiale. L'inflazione è stata mantenuta pressoché ovunque su livelli bassissimi e, fino a un'epoca recente, notevolmente stabili. Allo stesso tempo, la crescita è stata generalmente elevata e negli ultimi quattro anni ha raggiunto ritmi senza precedenti. Parallelamente, nelle economie avanzate le fasi recessive a partire dai primi anni ottanta sono state così blande da far nascere l'espressione lusinghiera "Grande Moderazione". L'ottima capacità di tenuta di cui hanno dato prova in passato i paesi industriali avanzati di fronte agli episodi ricorrenti di tensione nei mercati finanziari è stata inoltre salutata come ulteriore indicazione di un migliorato funzionamento dell'economia. In particolare, il mantenimento di una bassa inflazione grazie all'azione credibile delle banche centrali pare aver avuto un ruolo stabilizzante fondamentale in gran parte dei paesi industriali.

Eppure, la sola menzione degli shock finanziari evoca due interrogativi meno rassicuranti. Il primo riguarda l'aumento riscontrato sia nella frequenza sia nell'entità degli episodi di tensione finanziaria. Il secondo, sollevato in particolare dagli avvenimenti connessi al dissesto del fondo LTCM nel 1998, concerne la possibilità che il centro del sistema finanziario globale finisca per rivelarsi altrettanto vulnerabile che la periferia. Come dimostrano gli eventi dell'anno trascorso, siffatte preoccupazioni non sono fuori luogo.

Le turbolenze finanziarie hanno avuto inizio nel comparto dei mutui ipotecari *subprime* statunitensi e nei mercati dei prodotti strutturati a questi collegati. I tassi di morosità nel comparto *subprime* avevano cominciato ad aumentare agli inizi del 2005, pressoché in concomitanza con veri e propri cali dei prezzi delle abitazioni, ma il mercato non ha evidenziato alcuna reazione significativa fino agli inizi del 2007, quando hanno cominciato ad ampliarsi i differenziali di rendimento di tali prodotti e si sono moltiplicati i declassamenti di rating, un processo che ha poi subito una brusca accelerazione in agosto. L'innescò, come già accennato, è stata la decisione di un ristretto numero di fondi di investimento di congelare i rimborsi delle quote, adducendo l'incapacità di valutare le complesse attività in portafoglio. Muovendo da questo incidente circoscritto, la turbativa si è quindi propagata a pressoché ogni angolo del sistema.

In un clima di crescenti timori circa le valutazioni dei prodotti complessi, il rischio di liquidità e il rischio creditizio di controparte, agli inizi di agosto le

conseguenze negative si erano già fatte sentire in vari altri mercati. Si è assistito a un autentico collasso del mercato dei prodotti strutturati collegati a ipoteche, al ritiro in massa degli investitori da quello della *asset-backed commercial paper* e all'improvviso prosciugarsi dei mercati monetari interbancari a termine nelle principali valute. Quest'ultimo fenomeno si è manifestato sotto forma di un divario senza precedenti fra i tassi di interesse ufficiali attesi (su un orizzonte da uno a tre mesi) e i tassi ai quali le banche maggiori erano disposte a concedersi credito. Sebbene fosse pressoché inevitabile che le difficoltà nel comparto *subprime* finissero per avere una qualche ripercussione sugli istituti finanziari al centro di questo mercato, la forza e la rapidità dell'impatto hanno colto praticamente tutti di sorpresa.

Inoltre, le turbative nei mercati monetari a breve termine hanno rapidamente cominciato a esplicare i loro effetti altrove, acuite dal crescente pessimismo circa le prospettive macroeconomiche e da un aumento generale dell'avversione al rischio. Dapprima sono stati i rendimenti dei principali titoli di Stato dei paesi industriali avanzati a segnare un brusco calo. Allo stesso tempo, i differenziali di rendimento sui titoli societari ad alto rischio si sono ampliati e il mercato delle acquisizioni societarie si è pressoché volatilizzato. I corsi azionari non hanno inizialmente mostrato alcuna reazione, ma in seguito sono anch'essi diminuiti significativamente, in particolare quelli delle imprese finanziarie. In vari paesi, ma in special modo negli Stati Uniti, si sono intensificate le pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni e anche il mercato degli immobili commerciali ha iniziato a rallentare. Infine, in gran parte dei mercati finanziari è nettamente aumentata la volatilità, così come il costo per l'acquisto della relativa protezione.

Considerata la posizione centrale che occupano all'interno del mercato *subprime* USA, non stupisce che siano state le banche con sede negli Stati Uniti e in Europa ad annunciare per prime delle perdite. Più sorprendente, e inquietante, è stata la frequenza con cui le perdite erano rivedute al rialzo, nonché la forte diversità, fra una banca e l'altra, del rapporto fra perdite segnalate ed esposizioni note. Inizialmente, tuttavia, si è continuato a credere che le banche fossero dotate di capitale sufficiente ad assorbire tali perdite e che non vi fossero pertanto motivi di temere un impatto significativo sulle condizioni del credito, ancor meno una stretta creditizia.

Queste certezze hanno cominciato a vacillare già nel terzo trimestre 2007, quando è divenuto sempre più evidente che le dimensioni dei bilanci delle banche, e l'associato fabbisogno di capitale, erano destinati ad aumentare automaticamente man mano che venivano attivate le linee di liquidità accordate in precedenza. Per giunta, vari veicoli di investimento strutturato (*structured investment vehicle*, SIV) allestiti dalle banche per detenere attività fuori bilancio hanno dovuto essere riaccorpati allorché si sono prosciugate le loro fonti autonome di finanziamento. La fiducia è stata ulteriormente scossa (nonostante il successivo temporaneo recupero) al volgere dell'anno, quando varie banche internazionali hanno annunciato da un lato di dover reintegrare i propri livelli patrimoniali e dall'altro di aver potuto ottenere conferimenti di capitale da fondi sovrani. Un altro duro colpo al clima di fiducia è stato sferrato nel marzo 2008, allorché la grande banca di investimento statunitense

Bear Stearns è incorsa con una rapidità allarmante in gravi difficoltà finanziarie. Tuttavia, il clima di fiducia è stato ampiamente ripristinato allorché la Federal Reserve è intervenuta per facilitare la fusione di Bear Stearns con JPMorgan Chase, istituto di dimensioni ancora maggiori, ma in migliori condizioni di salute. Più di recente, hanno cominciato a intensificarsi le preoccupazioni anche circa l'adeguatezza patrimoniale di un certo numero di banche di media grandezza, specie nei paesi in cui queste presentano un'esposizione considerevole verso i settori degli immobili residenziali e delle costruzioni.

Altre istituzioni finanziarie sono state parimenti trascinate nel vortice. I fondi comuni del mercato monetario hanno registrato un aumento delle domande di rimborso agli inizi delle turbolenze, ma in seguito, allorché gli investitori si sono messi alla ricerca di sicurezza, gli afflussi sono fortemente cresciuti. I fondi stessi hanno conseguentemente adottato strategie viepiù prudenti, mostrandosi restii a fornire finanziamenti a termine alle banche. Gli hedge fund, dipendenti dai *prime broker*, hanno dovuto far fronte a richieste di margini addizionali dovute al calo dei prezzi delle attività, richieste che si sono fatte sempre più pressanti con l'andare del tempo. In molti casi si sono trovati costretti a liquidare attività, deprimendone ulteriormente i corsi, e talvolta persino a dichiararsi in stato di insolvenza. Un certo numero di assicurazioni e di fondi pensione, benché in parte protetti dall'uso di criteri contabili differenti, hanno annunciato considerevoli perdite dovute ai mutui *subprime* e ai prodotti collegati. Uno sviluppo forse ancora più preoccupante è che vari assicuratori *monoline*, i quali si sono tradizionalmente avvalsi del loro rating elevato per garantire l'investimento in titoli di mutuatari quali gli Stati federali e gli enti locali statunitensi, sono stati declassati o minacciati di declassamento dalle agenzie di rating per aver fornito garanzie a fronte di prodotti strutturati. In tal modo i timori per il rischio di controparte si sono diffusi ulteriormente.

Negli Stati Uniti si è in un primo tempo ritenuto che le turbative nel settore dei mutui *subprime* sarebbero state contenute e che la spesa per consumi e l'economia in generale non ne avrebbero risentito in misura significativa. Nei fatti, nessuna di queste due aspettative si è rivelata realistica. Il settore degli immobili residenziali ha sofferto pesantemente del drastico calo dei prezzi e del massiccio accumulo di abitazioni invendute. Inoltre, di fronte alla diminuzione della ricchezza misurata delle famiglie e all'aumento dei posti di lavoro persi, la spesa per consumi è rallentata e l'economia ha rischiato di cadere in recessione. Sempre per effetto delle turbolenze, intorno alla fine dell'anno si sono inoltre moltiplicate le indicazioni di un inasprimento delle condizioni creditizie, con potenziali effetti avversi sulla spesa per consumi e investimenti. Negli altri paesi industriali, in parte – ma certo non del tutto – schermati dalle turbolenze finanziarie, la crescita è rimasta relativamente più robusta. Di conseguenza, le previsioni prevalenti per l'Europa e il Giappone nel 2008 sono state corrette al ribasso in misura minore che quelle per gli Stati Uniti. In alcune parti dell'Europa sono emerse indicazioni che l'andamento piuttosto debole della spesa per consumi stava frenando la domanda aggregata. Nondimeno, le esportazioni sia dell'Europa sia del Giappone sono rimaste vigorose, alimentate in entrambi i casi dalla domanda dei mercati

emergenti. Al riguardo è stato importante il ruolo della Cina e di altri paesi dell'Asia, ma anche quello di numerosi paesi dell'America latina, del Medio Oriente e di altre regioni, che hanno beneficiato del rincaro delle materie prime e delle migliorate ragioni di scambio.

Tali andamenti, insieme all'espansione ancora rapida dei mercati emergenti, hanno indotto gli osservatori a dedicare crescente attenzione alla sostenibilità della domanda interna di questi paesi. Verso la fine del 2007 si è avanzata l'ipotesi che le economie emergenti avrebbero potuto non soltanto "sganciarsi" da quella statunitense, ma addirittura trasformarsi, grazie ai loro fondamentali sempre più solidi (e all'assenza di esposizioni verso il mercato *subprime*), in un "approdo sicuro" al riparo dalla turbolenza finanziaria che imperversava in altre parti del mondo. Inizialmente, questo ottimismo ha provocato l'afflusso su larga scala di capitali verso molte economie emergenti, sostenendone i prezzi delle attività anche quando altrove tali prezzi segnavano forti ribassi.

Con l'acuirsi delle inquietudini circa la potenziale portata del rallentamento statunitense, tuttavia, l'umore del mercato ha cominciato a mutare. In effetti, a una più attenta osservazione sono emersi dubbi sullo stato di salute dei mercati emergenti nel più lungo periodo. Il ritmo straordinariamente rapido degli investimenti fissi in Cina, avvenuti di recente in buona parte nell'industria pesante, ha suscitato preoccupazioni per le possibili allocazioni distorte e, più in generale, per le ripercussioni sui prezzi internazionali delle materie prime e sull'ambiente. Si è inoltre rafforzato il timore che in Medio Oriente paesi diversi stessero perseguendo strategie di sviluppo analoghe, con il rischio di creare in prospettiva problemi di offerta eccedente. Infine, i disavanzi correnti dei paesi dell'Europa centrale e orientale, già ampi e ancora in crescita, sono apparsi sempre meno sostenibili. Di riflesso a tali inquietudini, e agli andamenti dei mercati finanziari altrove, gli afflussi di capitali sono da ultimo rallentati, e a metà maggio 2008 in vari importanti paesi i corsi azionari avevano perso parecchio terreno rispetto ai precedenti massimi.

Anche l'aumento dell'inflazione ha contribuito a raffreddare l'ottimismo sulle prospettive di crescita, non solo nei mercati emergenti, ma anche nei paesi industriali avanzati. Esso ha avuto il suo fulcro nel rincaro degli alimentari e dell'energia, ma è chiaro che le pressioni inflazionistiche si stanno ormai avvertendo su più fronti. Per quanto di difficile misurazione, il "gap" fra l'offerta e la domanda mondiali sembrava essersi notevolmente ridotto a fine 2007. In effetti, i prezzi pagati da varie economie avanzate per le importazioni dalla Cina, in calo da oltre un decennio, negli ultimi tempi sono sensibilmente cresciuti e vi è motivo di ritenere che continueranno a farlo. Nei paesi le cui valute hanno di recente subito deprezzamenti, come il Regno Unito e gli Stati Uniti, è assai probabile che le spinte inflazionistiche di fondo si intensifichino.

Questa combinazione di crescenti pressioni inflazionistiche e di turbative finanziarie con effetti frenanti sulla crescita della domanda si presta a una varietà di interpretazioni. Da un lato, essa potrebbe considerarsi positiva se la crescita fosse più lenta quel tanto che basta a mantenere l'inflazione mondiale sotto controllo, seppur con un certo ritardo. Dall'altro, il rallentamento mondiale

potrebbe rivelarsi assai più grave e duraturo di quanto necessario a moderare l'inflazione, rischiando addirittura con il tempo di provocare deflazione, un esito evidentemente meno auspicabile. Purtroppo, se si considerano le possibili interazioni fra indebolimento dell'economia reale, livelli elevati di debito delle famiglie e sistema finanziario in grave difficoltà, tale esito, per quanto improbabile, non può essere escluso del tutto.

Una spiegazione

Molti studiosi hanno formulato teorie riguardo alle cause di fondo dei periodi di stress che da secoli turbano in maniera ricorrente il paesaggio finanziario. Il lavoro di Hyman Minsky degli anni settanta appare particolarmente pertinente nelle attuali circostanze. Minsky metteva in guardia sul fatto che un continuo deterioramento degli standard creditizi nel corso degli anni avrebbe finito per culminare in un momento di presa di coscienza e di disimpegno (da allora battezzato "momento Minsky"), in cui la liquidità del mercato si sarebbe prosciugata. Secondo Minsky, tuttavia, la crisi di liquidità era solo un sintomo del problema creditizio sottostante, dato che in realtà la liquidità del mercato dipende sempre in modo cruciale dalla continua disponibilità di mezzi di finanziamento. Nella sua famosa ricerca sulle origini della Grande Depressione Irving Fisher dipingeva un quadro analogo di scadimento degli standard creditizi. Infine, vari altri teorici dell'anteguerra avevano evidenziato il pericolo che una valutazione inadeguata dei crediti porti alla creazione di bolle dei prezzi delle attività, a deviazioni della spesa dai suoi *trend* sostenibili e a un inevitabile rallentamento economico.

In linea con tali avvertimenti, varie tendenze economiche e finanziarie inusuali si sono effettivamente stagliate con chiara evidenza negli ultimi anni. Anzitutto, la rapidissima espansione della moneta e del credito, fra indicazioni di una sottovalutazione del rischio più in generale. I tassi così elevati di crescita creditizia e monetaria registrati negli ultimi anni a livello mondiale riflettono l'interazione fra la politica monetaria, i regimi di cambio adottati da alcuni paesi e gli importanti cambiamenti intervenuti nello stesso sistema finanziario.

Per cominciare, va notato che negli ultimi tempi i tassi di interesse ufficiali nei paesi industriali avanzati sono stati insolitamente bassi rispetto ai parametri del dopoguerra, stante l'assenza di pressioni inflazionistiche di rilievo. Questo risultato rispecchia la credibilità guadagnata dalle banche centrali nel corso di diversi anni, ma è stato altresì favorito da una combinazione di shock positivi dal lato dell'offerta, collegati perlopiù alla globalizzazione, e di debolezza della domanda di investimenti in vari paesi (fra cui Germania e Giappone), dopo i precedenti periodi di espansione eccessivamente rapida.

Ci si poteva attendere che tale indirizzo di politica monetaria avrebbe causato un deprezzamento generale delle valute dei paesi industriali avanzati, in particolare del dollaro USA, nei confronti di quelle dei mercati emergenti. Tuttavia, in molte economie emergenti le pressioni al rialzo sul tasso di cambio sono state contrastate per lungo tempo con un corrispondente allentamento delle condizioni monetarie e con massicci interventi valutari. È probabile che l'allentamento abbia contribuito all'ascesa dei prezzi delle attività

e della spesa nelle economie emergenti, mentre gli interventi, attraverso l'investimento delle riserve di cambio ufficiali, hanno verosimilmente rilassato ancor più le condizioni finanziarie nei paesi industriali avanzati. In questo modo, lo stimolo monetario all'espansione creditizia ha progressivamente assunto una portata mondiale.

Con ciò non si vuole certo negare che i cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario nel corso degli anni abbiano anch'essi contribuito in maniera rilevante a determinare gli eventi. In particolare, le varie innovazioni collegate all'estensione del modello *originate-to-distribute* hanno avuto un impatto importante. Quelle più recenti, come gli strumenti di finanza strutturata, erano ritenute all'origine in grado di produrre una benefica ripartizione del rischio. Al contrario, il modo in cui sono state realizzate ha decisamente ridotto la qualità delle valutazioni del rischio di credito in molti mercati e nettamente accresciuto il grado di opacità. Questo ha finito per generare un'enorme incertezza riguardo sia alle dimensioni delle perdite sia alla loro distribuzione. In effetti, attraverso un processo innovativo di ricomposizione e redistribuzione, i rischi sono stati trasformati in eventi a costo più elevato ma, almeno per un certo tempo, a più bassa probabilità. In pratica, ciò ha significato che i rischi insiti nei nuovi prestiti sono parsi effettivamente scomparire, facendo per giunta lievitare i rating, per poi ricomparire improvvisamente in reazione al materializzarsi di perdite del tutto inattese.

È peraltro vero che, prima delle recenti turbolenze, i prezzi di molte attività finanziarie erano rimasti su livelli insolitamente elevati per un periodo protratto. Il rendimento (l'inverso del prezzo) dei titoli del Tesoro USA a lungo termine era stato così basso per così tanto tempo da indurre l'ex Presidente della Federal Reserve a parlare di un "enigma". Si aggiunga che anche gli spread di rischio su altri titoli di debito sovrani, sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e su altre attività rischiose erano scesi ai minimi storici. Le valutazioni azionarie continuavano a essere assai elevate (se non addirittura chiaramente eccessive) nei paesi industriali avanzati, mentre erano cresciute in maniera spettacolare in molti mercati emergenti. I prezzi degli immobili residenziali avevano toccato livelli record in pressoché tutti i paesi, con l'eccezione di Germania, Giappone e Svizzera, dove i mercati si stavano ancora riprendendo dagli eccessi degli anni ottanta e dei primi anni novanta. Persino i prezzi dei vini pregiati, degli oggetti di antiquariato e dei francobolli da collezione erano saliti alle stelle. Analogamente, il costo dell'assicurazione contro le variazioni dei prezzi di mercato (approssimato dalla volatilità implicita) si era mantenuto su valori eccezionalmente bassi per molti anni. È certo possibile addurre argomenti per spiegare indipendentemente ciascuna delle suddette tendenze in termini di grandezze fondamentali. Tuttavia, nello spirito del "rasoio di Occam", è particolarmente degno di nota il fatto che tutti questi andamenti siano in linea con la disponibilità di credito abbondante e a basso prezzo.

Infine, è altresì innegabile che l'evoluzione della spesa in vari paesi abbia deviato marcatamente da quelle che erano state le sue tendenze di più lungo periodo. Negli Stati Uniti e in alcune altre importanti economie i tassi di risparmio delle famiglie hanno seguito un *trend* calante, scendendo a minimi

storici, e si sono spesso accompagnati a crescenti disavanzi di parte corrente. Per contro, in Cina – fatto altrettanto inusitato – vi è stato un incremento massiccio degli investimenti fissi. Così come nel caso dei prezzi delle attività, questi andamenti concordano con un’offerta copiosa di credito a buon mercato.

Considerati nel loro insieme, i fatti sopra descritti indicano che le difficoltà nel mercato *subprime* sono state l’innesco, piuttosto che la causa, degli avvenimenti destabilizzanti osservati. Essi indicano inoltre che l’entità dei problemi a venire potrebbe essere ben maggiore di quanto molti attualmente ritengano. Infine, il ruolo preminente della rapida espansione monetaria e creditizia nella spiegazione di questi avvenimenti concorda altresì con il recente aumento a livello internazionale dell’inflazione e, potenzialmente, delle aspettative inflazionistiche.

Di fronte a una situazione così complessa, sarà ovviamente difficile per le autorità mantenere al tempo stesso la stabilità dei prezzi, una soddisfacente crescita reale e la stabilità finanziaria. È altrettanto ovvio che le diverse autorità potrebbero plausibilmente giungere a conclusioni diverse per quanto riguarda il da farsi con gli strumenti a disposizione. E ciò potrebbe a sua volta influire sul movimento dei tassi di cambio, creando un’ulteriore complicazione per le autorità stesse.

La risposta data sul piano delle politiche economiche

Fin quasi dal primo giorno di turbolenza le banche centrali dei principali centri finanziari hanno risposto al blocco dei mercati monetari con operazioni di mercato aperto più frequenti e talvolta più importanti del normale. Benché in alcuni casi i diversi quadri operativi adottati nei vari paesi abbiano fatto apparire dissimili gli interventi, questi avevano tutti in comune la finalità primaria di mantenere in modo efficace i tassi *overnight* su livelli coerenti con gli obiettivi della politica monetaria. Col trascorrere del tempo varie banche centrali hanno potenziato le procedure standard di rifinanziamento, dichiarandosi in particolare disposte ad accettare una gamma più ampia di garanzie da parte di un novero allargato di istituzioni, a effettuare operazioni con scadenze più lunghe e a coordinare gli interventi a livello internazionale. La Federal Reserve ha avvertito l’esigenza di essere specialmente flessibile. Essa ha introdotto un nuovo schema nel quadro dello sportello di sconto, per rimediare all’immagine negativa tradizionalmente associata all’impiego di questo tipo di finanziamento. Inoltre, dopo aver agevolato l’acquisizione di Bear Stearns, la Fed ha accettato di erogare prestiti ai *primary dealer* nel quadro della sua normale operatività, benché tali operatori non siano banche commerciali e, in verità, non siano nemmeno soggetti alla supervisione del Federal Reserve System.

All’inizio della turbolenza molti ritenevano che queste iniezioni di liquidità sarebbero bastate per far fronte a quella che era perlopiù considerata una crisi di liquidità. Tuttavia, con l’andare del tempo e con il moltiplicarsi delle indicazioni di un indebolimento dell’attività economica e di un aumento del rischio di controparte, è divenuto chiaro che siffatte misure, per quanto

necessarie, avrebbero potuto non essere sufficienti. Esse permettevano sì di guadagnare tempo prezioso, ma avrebbero dovuto essere integrate da politiche di altro tipo, sia cicliche sia strutturali.

In ragione della sua flessibilità, non sorprende che la prima a essere chiamata in causa sia stata la politica monetaria, che pressoché ovunque è risultata più accomodante di quanto non si prevedesse sei mesi prima. Ciò detto, la complessità della situazione ha dato luogo a un'ampia gamma di risposte differenti.

In alcuni paesi, fra cui in particolare Australia, Norvegia e Svezia, i tassi ufficiali sono stati innalzati. Si è evidentemente valutato che, in vario grado, la combinazione tra l'estraneità del settore finanziario nazionale alla crisi, il livello dell'inflazione rilevata e le spinte inflazionistiche giustificasse un inasprimento. In diverse altre giurisdizioni, e in particolare nell'area dell'euro, i tassi di riferimento non sono stati modificati malgrado le precedenti indicazioni di un loro possibile incremento. In questo caso, sembra essersi ritenuto che l'elevata inflazione osservata, il forte slancio dell'economia e i timori di pressioni al rialzo sui salari controbilanciassero i pericoli prospettici per la crescita e la disinflazione derivanti dal potenziale rientro da precedenti eccessi. Infine, in alcuni paesi i tassi sono stati abbassati, in misura drastica nel caso degli Stati Uniti. Il rischio di recessione è stato infatti considerato più rilevante, ritenendo poco probabile, per il momento, un aumento delle aspettative di inflazione su livelli persistentemente più elevati.

Si è inoltre ampiamente discusso della possibilità di ricorrere alla politica di bilancio per sostenere la crescita mondiale. Tuttavia, i pochi paesi che, grazie ai loro trascorsi virtuosi, disponevano di un accresciuto margine di manovra erano anche quelli in cui l'economia mostrava il maggiore slancio. Di conseguenza, gli unici che hanno prontamente agito in questo ambito sono stati gli Stati Uniti e la Spagna. Si sono comunque attuate anche altre misure che potrebbero in definitiva incidere sui contribuenti. Fra queste, spicca il tentativo di alcune agenzie federali statunitensi di sostenere i prezzi acquistando ingenti volumi di titoli assistiti da ipoteca e rilasciando garanzie a fronte di altri strumenti analoghi. In Germania sono stati erogati aiuti statali diretti a favore di vari istituti coinvolti nella crisi dei mutui *subprime* USA. Nel Regno Unito l'ineluttabile nazionalizzazione di Northern Rock, la quinta banca del paese, ha chiaramente ancor più dilatato le passività latenti dello Stato.

La turbolenza ha infine suscitato un'energica risposta sul piano regolamentare. In vari paesi le autorità hanno sollecitato le banche a ricapitalizzarsi con fondi privati. Diversi studi, ufficiali e non, hanno inoltre auspicato una maggiore trasparenza riguardo alle metodologie di valutazione e alla connessa pubblicazione delle perdite. Infine, sono state formulate numerose raccomandazioni su come migliorare in futuro i criteri di selezione del credito e l'impiego dei prodotti strutturati. La loro attuazione, tuttavia, comporterà parecchie difficoltà, non da ultimo quelle derivanti dall'esigenza di evitare che, nel perseguimento di lodevoli obiettivi di medio periodo, siano esacerbate le tensioni di mercato a breve.