

# La globalizzazione dei mercati finanziari: sfide per la politica monetaria

ALEXANDRE LAMFALUSSY

## 1. Il contesto dell'analisi: mercati finanziari globali

La "globalizzazione dei mercati finanziari" è uno di quegli straordinari modi di dire, tipici dell'inventiva della lingua americana, che sottintendono svariati fenomeni senza essere conseguentemente molto precisi. Ai fini di questa discussione, utilizzerò tale espressione nel senso più ampio possibile, in modo da includere tutti gli aspetti riguardanti la rivoluzione finanziaria iniziata una ventina di anni fa e che continua tuttora a pieno ritmo. Tali aspetti sono:

- la deregolamentazione dei mercati nazionali;
- l'abolizione dei controlli transfrontalieri sui capitali;
- l'accelerazione dei progressi nella tecnologia delle telecomunicazioni e nei sistemi d'informazione;
- le ondate successive d'innovazioni finanziarie.

L'interazione di questi quattro fenomeni (nonché di numerosi altri) ha gradualmente, ma anche radicalmente, trasformato l'odierno panorama finanziario. In particolare, alcuni cambiamenti risultano, a mio parere, di fondamentale importanza per la gestione della politica monetaria:

1) si assiste a una sempre più profonda e diffusa integrazione finanziaria internazionale, come mostra la crescita di quasi tutti gli indicatori disponibili: l'esposizione delle banche in valuta estera o ri-

---

□ Université Catholique de Louvain, Institut d'Etudes Européennes, Louvain-la-Neuve (Belgio).

spetto a debitori esterni; i flussi di capitale lordi o netti; gli investimenti diretti o finanziari a breve o a lungo termine; il volume di pagamenti transfrontalieri; e così via. Ciò comporta che ogni impulso finanziario emesso da un qualsivoglia paese (e non necessariamente da quelli più grandi) viene rapidamente trasmesso agli altri. Tale risultato si applica in modo palese ai tassi d'interesse a lungo termine e alle quotazioni azionarie.

2) È in atto una graduale erosione della chiara distinzione tra i vari tipi di attività e passività finanziarie. In particolare, non è più possibile distinguere in modo inequivocabile la "moneta" da altre forme di attività gestite dagli intermediari finanziari. Allo stesso tempo la despecializzazione sta rendendo confusa la linea di demarcazione tra i vari tipi d'intermediazione finanziaria. Infine, la cartolarizzazione rende sempre più difficile distinguere l'intermediazione *strictu sensu* dall'attività del mercato finanziario in generale. Inoltre, tale fenomeno aumenta l'"opacità" dei mercati, occultando i collegamenti tra segmenti di mercato e aree geografiche.

3) La globalizzazione implica una dura e generalizzata concorrenza, estesa da un punto di vista geografico, tra gli operatori finanziari di tutto il pianeta. Tale concorrenza presenta numerosi vantaggi: rende più efficiente, in senso tecnico, il mercato finanziario in quanto ne aumenta l'efficienza allocativa, accelera il processo d'innovazione e offre pertanto agli operatori avversi al rischio l'opportunità di tutelarsi da impreviste fluttuazioni dei tassi di cambio o d'interesse. Tuttavia la concorrenza porta anche a un'erosione dei margini di profitto degli intermediari finanziari nel loro insieme, il che può essere considerato positivo da tutti gli operatori non finanziari del mercato, ma viene molto meno apprezzato, comprensibilmente, dagli intermediari stessi. Ancora più rilevanti sono le implicazioni della concorrenza se valutata come processo dinamico: viene inevitabile il richiamo alla definizione datane da Schumpeter, come un processo di "distruzione creativa". Il problema è stabilire se tale processo "distruittivo" sia più pericoloso nell'industria finanziaria che, ad esempio, nell'industria elettronica. Anche la sola ipotesi di una risposta affermativa a tale interrogativo potrebbe implicare un aumento della fragilità del sistema come effetto della globalizzazione.

È in questo contesto che mi propongo di esaminare quattro sfide che la gestione della politica monetaria deve affrontare. L'ordine in

cui vengono elencate non implica un giudizio sulla loro relativa importanza.

## 2. L'assunzione di obiettivi per l'offerta di moneta

L'utilizzo di un adeguato livello dell'offerta di moneta ( $M$ ) come obiettivo intermedio per la politica monetaria offre notevoli vantaggi. Un obiettivo prestabilito per  $M$  definisce chiaramente l'orientamento della politica monetaria e ciò aiuta la formazione delle aspettative da parte degli operatori.

Quando il tasso di crescita di  $M$ , stabilito come obiettivo, resta immutato, si può dire che la politica monetaria segna un sentiero rettilineo. Mentre la banca centrale deve ancora decidere gli obiettivi operativi per i tassi d'interesse, in senso più lato i tassi d'interesse di mercato sono il risultato di cambiamenti nel Pil nominale, e quindi nella domanda di moneta, sullo sfondo di una costante espansione dell'offerta di moneta prestabilita.

La banca centrale può ribattere (forse un po' in malafede) che i tassi d'interesse non sono influenzabili, ma sono semplicemente il risultato dell'agire del mercato. Le implicazioni di tale posizione sono importanti. In primo luogo, la fissazione di obiettivi per l'offerta di moneta alleggerisce in parte la pressione che il governo o il Parlamento potrebbero esercitare sulla banca centrale. In secondo luogo, gli organi decisionali della banca centrale possono evitare più facilmente la tentazione di aggiustamenti "soggettivi" della politica monetaria. Inoltre, un obiettivo stabilito per l'offerta di moneta che venga relativamente ben percepito dall'opinione pubblica dà un segnale chiaro agli operatori sulla gamma di valori che prezzi e salari possono assumere compatibilmente con una politica monetaria orientata alla stabilità. Se escono da tale gamma di valori, gli operatori corrono il rischio di escludersi dal mercato, praticando prezzi non competitivi.

La globalizzazione ha l'inconveniente d'introdurre elementi d'incertezza o nel processo decisionale delle autorità monetarie o nel meccanismo di trasmissione, cioè nel modo in cui una decisione di politica monetaria si ripercuote sui prezzi e sull'economia reale. In altri

termini, la globalizzazione mette in dubbio le due condizioni fondamentali che devono realizzarsi per poter fissare obiettivi in modo rigoroso ed efficiente: primo, che l'M prestabilita possa essere controllabile; secondo, che esista una relazione sufficientemente stabile tra le M e i prezzi.

Consideriamo alcuni esempi pratici, tralasciando gli ovvi problemi che, persino in un'economia "chiusa", derivano da un'incerta linea di demarcazione tra la "moneta" e le altre attività finanziarie. A livello di definizione e di misurazione si pone la questione - poco stimolante da un punto di vista intellettuale, ma molto controversa da un punto di vista pratico - se nell'M prescelta come obiettivo si debbano includere voci come le partecipazioni di non residenti in attività denominate in valuta nazionale o le partecipazioni di residenti in attività denominate in valuta estera. A tale questione è collegato il problema del trattamento delle attività detenute in centri *offshore*. In termini più rilevanti, la combinazione di cambiamenti nei differenziali dei tassi d'interesse con variazioni delle aspettative riguardanti i tassi di cambio può causare spostamenti di portafoglio tali da destabilizzare in modo significativo il comportamento dell'M prescelta come obiettivo. Ciò significa forse che la globalizzazione finirà per spingere sempre di più le banche centrali (penso, ovviamente, a quelle che non possono permettersi di utilizzare il tasso di cambio come obiettivo intermedio) a fissare direttamente un obiettivo per l'inflazione, tralasciando quello per l'offerta di moneta?

Non ritengo che la chiara distinzione da manuale tra queste due strategie abbia una qualche rilevanza pratica. Attualmente, anche quelle banche centrali che hanno stabilito un obiettivo esplicito d'inflazione sorvegliano da vicino una o più M. Come potrebbero fare altrimenti? E quelle che stabiliscono un obiettivo per un'M lo fanno in una prospettiva di medio periodo, considerando nel frattempo altri elementi.

Permettetemi di sperimentare su di voi un'idea che ho presentato pubblicamente alcuni anni fa. Supponete che un'M, o un paio di M, vengano annunciate come obiettivo. Ciò sarebbe interpretato come un obbligo per gli organi decisionali della banca centrale di spiegare pubblicamente, se intendono ignorare una deviazione nella crescita dell'M dal tracciato prestabilito, perché *non* decidono di prendere misure correttive. Se in questo caso si possa ancora definire l'M annunciata come un obiettivo - o se piuttosto la si debba definire come un

indicatore - è semplicemente una questione semantica. La questione fondamentale è l'assunzione dell'impegno a motivare perché si è deciso di ignorare il segnale dato da una divergenza dall'obiettivo. Tale obbligo significherebbe che la banca centrale non è libera di prendere decisioni *ad hoc*: l'obbligo di riferire all'opinione pubblica costituisce di per sé un vincolo. Ciò implica anche che, sebbene vi possano essere alcune difficoltà nell'individuare il valore adeguato per M, il ruolo della moneta (o meglio dell'offerta di moneta) nell'ambito del processo inflazionistico continuerebbe a essere fermamente riconosciuto. Infine, tale obbligo permetterebbe di fare notevoli progressi verso il rispetto del principio della responsabilità democratica.

### 3. La stabilità dei prezzi

In questo ambito si delineano due sfide per la politica monetaria molto diverse fra loro.

La prima riguarda la fissazione del tasso d'inflazione, che si potrebbe ritenere equivalente al problema di raggiungere una stabilità dei prezzi, e quindi considerare un obiettivo appropriato (implicito o esplicito) di politica monetaria. Sembra raccogliere ampi consensi la definizione di stabilità dei prezzi come una situazione in cui gli operatori ignorano il fattore inflazione nel prendere le proprie decisioni. Ma qual è il valore che il tasso d'inflazione dovrebbe assumere in pratica? un valore tra l'1 e il 3%? il 2% o meno? lo 0%? Il dibattito su tale argomento è di grande rilevanza strategica e operativa per le banche centrali, ed è strettamente legato a problemi di misurazione connessi a cambiamenti nella qualità dei beni e dei servizi, nonché all'insidiosa questione della misurazione dell'offerta reale di servizi (dalla quale si possano derivare indici di prezzo impliciti). Ma non ritengo che tale questione possa essere collegata al fenomeno della globalizzazione finanziaria.

La seconda sfida sembra avere un legame più esplicito con la globalizzazione. Si tratta del ruolo dei prezzi delle attività finanziarie nella valutazione dell'inflazione o nel processo inflazionistico medesimo. Vi sono stati, in anni recenti, numerosi esempi di aumenti dei prezzi delle attività finanziarie molto più rapidi dell'incremento dei prezzi dei beni e dei servizi. Vi sono stati anche casi - il più ovvio è

quello giapponese – in cui il boom dei mercati finanziari è andato di pari passo con un'incontestabile stabilità dei prezzi dei beni e dei servizi. Alcune bolle speculative che hanno riguardato i prezzi delle attività finanziarie possono non avere avuto niente, o poco, a che vedere con la globalizzazione. Molti dei boom vissuti dai beni immobiliari hanno avuto un'origine nazionale. Nel contempo, tuttavia, l'integrazione transfrontaliera tra i mercati mobiliari e i mercati del debito a lungo termine ha aggiunto una dimensione internazionale al fenomeno.

Quando l'indice dei prezzi al consumo è praticamente stabile, un boom del mercato azionario in un qualsiasi paese solleva il dubbio che la politica monetaria sia troppo accomodante. La risposta non è ovvia a livello intuitivo. Persino in un'economia "chiusa" non è facile identificare le origini di un tale boom, né prevederne l'impatto sulla futura evoluzione dei prezzi dei beni e dei servizi. Se tale boom è alimentato da un impulso che proviene dall'estero – sia per effetto delle aspettative, sia come risultato di un effettivo flusso di capitali in entrata – sarà ancora più difficile, per non dire impossibile, che la banca centrale interessata riesca a definire la risposta appropriata di politica monetaria.

#### 4. La sfida del disequilibrio dei tassi di cambio reali

Definisco disequilibrio dei tassi di cambio reali il caso in cui si registra una variazione significativa e duratura del tasso di cambio reale (probabilmente meglio misurata con riferimento al tasso di cambio reale effettivo) che non può essere giustificato da alcun aggiustamento a uno shock "reale". So che, nel profondo dei loro cuori, molti economisti nel mondo accademico mettono in dubbio che tale fenomeno possa realmente accadere. Non negano che, anche senza uno shock "reale", possano esservi allontanamenti dalla PPA (parità del potere d'acquisto) – ad esempio, quando gli operatori sul mercato si aspettano un cambiamento negli orientamenti di politica monetaria – ma ritengono che tali movimenti vengano corretti nel tempo. In altri termini, è per loro probabile che la PPA si mantenga nel lungo periodo.

Non posso certo affermare di avere una convincente teoria alternativa che possa spiegare in modo plausibile i continui e importanti

squilibri nei tassi di cambio reali che hanno avuto luogo negli ultimi venticinque anni, ma sono certo che vi sono state deviazioni significative dalla PPA. Pensate ai cicli in cui il dollaro statunitense è stato sottovalutato o sopravvalutato; ai movimenti analoghi dello yen; o, più vicino a noi, a ciò che è successo alla sterlina britannica. In ultima istanza è possibile il prevalere di forze correttive; ma questi periodi di sopravvalutazione o di sottovalutazione, anche se durano "soltanto" tre o quattro anni, possono fare molti danni. Di fronte a questi dati di fatto, preferisco riconoscere l'esistenza di squilibri piuttosto che confidare in teorie che non sono confermate dall'osservazione. Similmente, anche se non posso provare la validità della mia convinzione, credo che alcune caratteristiche salienti della rivoluzione finanziaria in atto abbiano un importante ruolo nel produrre tali squilibri: il massiccio sviluppo di attività di *trading*, la crescente dipendenza delle banche da fonti di reddito diverse dai margini d'interesse attivi e passivi; e da ultimo, ma non per importanza, la predilezione per il breve termine nella gestione finanziaria. Il risultato è l'insorgere di squilibri su scala maggiore di quelli prodotti da sistemi di tassi di cambio ancorati (*pegged*).

Comunque sia, gli aspetti riguardanti la politica monetaria che vengono trattati in questo paragrafo rientrano in due gruppi strettamente connessi. In primo luogo, consideriamo il caso isolato di un paese il cui tasso di cambio reale si deprezza. Quale deve essere la reazione della politica monetaria di fronte alla spinta al rialzo dei prezzi che ne deriva? nessuna – sulla base dell'ipotesi fondamentale che se si mantiene un orientamento neutrale, l'impatto inflazionistico si esaurirà da solo? ma, in assenza di un obiettivo affidabile per quanto riguarda l'offerta di moneta, com'è possibile dimostrare che l'"orientamento" della politica monetaria sia rimasto immutato? inoltre, visto il ruolo dell'evoluzione dei prezzi correnti nell'influenzare le aspettative, è possibile considerare valida l'ipotesi suddetta? Se non è possibile, allora sembrerebbe preferibile una stretta a livello monetario, poiché, in ogni caso, una svalutazione del tasso di cambio ha un effetto espansivo che dovrebbe, probabilmente, essere compensato da tassi d'interesse più elevati. Ma che succede se ha luogo un deprezzamento quando il saldo delle partite correnti è in attivo e la domanda interna è palesemente debole? La conclusione logica sembrerebbe essere che tale situazione non può essere affrontata solo dalla politica monetaria o, ancora più pessimisticamente, che non esiste un modo ottimale per af-

frontare una situazione di questo tipo. Con alcune variazioni, un ragionamento simile, ma di segno opposto, potrebbe applicarsi al caso di un apprezzamento reale della valuta che avvenga senza adeguata copertura.

In secondo luogo, dobbiamo renderci conto che il danno causato da squilibri nei tassi di cambio reali va ben oltre i problemi che potrebbe creare direttamente nella gestione di politiche monetarie volte al mantenimento della stabilità. Tale fenomeno può causare gravi distorsioni a livello di transazioni transfrontaliere, può impedire un'allocazione ottimale delle risorse e indirizzare in modo erroneo gli investimenti. Inoltre, l'esperienza del passato per quanto riguarda decisioni d'investimento che sono risultate errate a causa di importanti cambiamenti nelle posizioni concorrenziali relative è destinata ad avere un effetto inibitore sulle future decisioni d'investimento.

In un contesto più generale, l'instabilità dei tassi di cambio reali introduce un elemento supplementare d'incertezza nelle decisioni d'impresa. Non è disponibile alcuna tecnica di copertura per tutelarsi da spostamenti durevoli e fortemente imprevedibili nelle posizioni concorrenziali. La fantasia dell'ingegneria finanziaria non ha limiti, ma temo che una copertura che tuteli da questi rischi sia estremamente onerosa. Le grandi imprese possono diversificare sia i propri investimenti, sia i flussi commerciali in modo da garantirsi una certa protezione contro gli squilibri valutari. Ma tale "auto-assicurazione" non è disponibile per le piccole imprese, proprio mentre sta rapidamente aumentando la partecipazione di tali imprese nelle transazioni transfrontaliere. Infine, per tutti questi motivi, gli squilibri dei tassi di cambio reali sono fondamentalmente ostili al libero scambio perché sono fonte di una crescente pressione di tipo protezionistico.

Ma come possiamo combattere questi squilibri? Un intervento sul mercato valutario può essere utile, ma soltanto se preconizza cambiamenti in quell'insieme di politiche che, agli occhi degli operatori, spiegano i movimenti apparentemente non giustificati del tasso di cambio reale. Ma cambiamenti di questo genere devono affrontare ostacoli enormi. Prima di tutto, vi è il problema della pura e semplice identificazione: cosa vi è di sbagliato in un dato insieme di politiche? Supponendo che esista una risposta accettabile e plausibile a tale domanda, ecco il problema principale che ostacola una reazione coordinata a livello internazionale. Quale paese è pronto ad adattare le sue politiche? e quale fra esse?

Le politiche fiscali sono notoriamente rigide, per ovvi motivi costituzionali e politici. Si possono contare sulle dita di una mano i mutamenti operati nelle politiche fiscali da paesi importanti, nel contesto di una cooperazione internazionale. In realtà, gli unici esempi che ricordo sono l'episodio della "locomotiva" tedesca nel 1979 (il cui coincidere con il secondo shock petrolifero ha lasciato infausti ricordi nella Repubblica Federale) e il programma giapponese di investimenti pubblici del 1987.

In pratica, l'onere degli aggiustamenti ricadrebbe sulla politica monetaria, e si potrebbe trattare di un peso notevole da sopportare, anche se non in tutti i casi. Possono esservi situazioni in cui un cambiamento della politica monetaria realizzato da diversi paesi sulla base di considerazioni legate al tasso di cambio sia giustificato anche da problemi di riequilibrio dei bilanci nazionali. Ma in molti casi è probabile che s'instauri un contrasto tra i due obiettivi. Per controllare gli squilibri dei tassi di cambio, può essere necessario aumentare i tassi d'interesse a livelli che potrebbero mettere a repentaglio la crescita o, in alternativa, ridurli a livelli tali da non poter essere sostenuti senza creare un'eccessiva liquidità interna.

Questo non è un motivo per non cercare di promuovere una cooperazione politica tra i principali paesi, ma è un motivo più che sufficiente per non essere eccessivamente ottimisti sul risultato di tale cooperazione. Spero fortemente, tuttavia, che l'Unione Monetaria Europea sia di aiuto in questo caso. I paesi europei sono particolarmente esposti al rischio di squilibri dei tassi di cambio reali. In un'Europa in cui l'inflazione è sotto controllo e dove i differenziali d'inflazione sono divenuti quasi trascurabili, cambiamenti anche minimi nei tassi di cambio nominali si traducono in cambiamenti nei tassi reali. E in un mercato unico altamente competitivo e strettamente integrato, persino disparità così ridotte potrebbero avere conseguenze negative, e forse dirompenti, per il funzionamento del mercato unico. L'UME eliminerà tali rischi e ridurrà in modo significativo l'esposizione dei singoli paesi alle piroette delle valute dei paesi terzi.

## 5. Fragilità del sistema

La conservazione dell'integrità del sistema finanziario è sempre stata compito tradizionale delle banche centrali. Anche se in molti paesi la

funzione micro-prudenziale è stata attribuita a istituzioni diverse dalle banche centrali, non vi è alcun dubbio che, persino in questi paesi, le banche centrali continuano a essere considerate responsabili, o perlomeno corresponsabili, del mantenimento della stabilità dei sistemi finanziari e dei sistemi di pagamento nel loro insieme.

Nella mia introduzione ho accennato al fatto che la globalizzazione può avere aumentato la fragilità del sistema finanziario. Permettetemi di esprimere, per stimolare il dibattito, un mio parere molto provvisorio su questo problema. Non ritengo che sia dimostrabile un aumento delle probabilità di una crisi finanziaria su scala mondiale. Molti elementi del nuovo sistema che si sta sviluppando hanno due facce: possono essere fonte d'instabilità, ma spesso contengono al loro interno antidoti appropriati. L'innovazione finanziaria, che può avere provocato l'instabilità dei prezzi delle attività, ha allo stesso tempo messo a disposizione degli operatori potenti strumenti che permettono ai più consapevoli tra loro di tutelarsi proprio dall'instabilità dei prezzi delle attività. La globalizzazione stessa ha accresciuto la profondità e la liquidità dei mercati. La cartolarizzazione, anche se ha contribuito a rendere "opaco" il mercato, ha permesso una ripartizione più estesa dei rischi in tutto il sistema. E così via. Tuttavia, il problema è che nel nostro sistema finanziario globale sussiste il rischio di dover affrontare la propagazione di crisi "locali" o "settoriali".

Come possono le banche centrali esercitare i propri doveri macro-prudenziali in tale contesto? E cosa ciò potrebbe implicare per la gestione della politica monetaria?

Il dovere principale, da un punto di vista politico, è indiscutibilmente la prevenzione delle crisi, cioè il tentativo di evitare l'insorgere di crisi "locali" o "settoriali". Ciò implica, prima di tutto, una gestione della politica monetaria che sia volta, in una prospettiva a medio termine, al conseguimento della stabilità dei prezzi. La mancanza di un impegno credibile a realizzare tale obiettivo può aggravare seriamente il rischio di una reazione esagerata da parte del mercato e quindi aumentare il rischio d'instabilità del sistema. Il modo più sicuro per evitare bolle speculative nel mercato delle attività è quello di restare fedeli a una cauta politica monetaria. Tale comportamento non eliminerà gli squilibri, né annullerà la volatilità a breve termine, ma implicherà per lo meno che la politica monetaria ha cessato di essere uno degli elementi che contribuiscono a tali turbolenze.

In tale contesto sorge la difficoltà di garantire che l'impegno a mantenere la stabilità dei prezzi, assunto dalle banche centrali, sia pie-

namente credibile per gli operatori. Per quest'aspetto non sarebbe di grande aiuto declassare gli obiettivi stabiliti in termini di offerta di moneta, poiché in questo modo si eliminerebbe un indicatore che rivela senza ambiguità la determinazione delle banche centrali a perseguire una politica monetaria volta al mantenimento della stabilità. Se tale declassamento diventasse inevitabile, le banche centrali dovrebbero fare maggiore ricorso ad altri mezzi e ad altri strumenti per trasmettere il proprio messaggio ai mercati. Tale messaggio dovrebbe, come minimo, contenere informazioni più interessanti e più dettagliate sull'analisi economica che è alla base delle decisioni di politica monetaria e sul processo decisionale stesso.

Diventano necessarie anche altre misure preventive. Vorrei suggerirne due, essenziali, ma che non hanno un collegamento diretto con la politica monetaria. In primo luogo, le banche centrali dovrebbero fare tutto quanto è in loro potere per rendere il nostro sistema finanziario globale più trasparente, mirando a ottenere informazioni non solo per i propri fini, ma anche per gli operatori presenti nel mercato. In secondo luogo, le banche centrali dovrebbero contribuire ad aumentare la sicurezza dei sistemi, nazionali e internazionali, di pagamento, liquidazione e compensazione, poiché questi sono i principali canali di trasmissione che potrebbero amplificare qualsiasi manifestazione di crisi e trasformare una crisi locale o settoriale in una vera e propria crisi globale.

Nella gestione delle crisi, le banche centrali hanno un dovere incontestabile e ampiamente riconosciuto. In qualsiasi momento sussista il rischio che una manifestazione di crisi possa far scattare una ritirata generalizzata da parte degli operatori, le banche centrali devono pompare liquidità nel *sistema*. Qualsiasi azione di questo tipo ha implicazioni per la politica monetaria. Col senno di poi, alcuni di noi potrebbero oggi pensare che la creazione di liquidità, nell'autunno del 1987, fu eccessiva e che contribuì all'impennata dell'inflazione un paio d'anni dopo. Personalmente, tale osservazione non mi spinge a concludere che l'azione concertata all'epoca dalle banche centrali sia stata sbagliata. Il rischio che i prezzi delle attività entrassero in caduta libera era relativamente elevato. Ma tale episodio dimostra quanto possa essere difficile annullare in tempo e con sufficiente vigore una massiccia creazione di liquidità. Non si tratta di una difficoltà tecnica, ma di una difficoltà relativa all'analisi e al processo decisionale.