

VII. I cicli e il sistema finanziario

Aspetti salienti

Negli ultimi decenni la liberalizzazione dei sistemi finanziari ha migliorato l'offerta di servizi finanziari e l'allocazione delle risorse. Tuttavia, la stessa liberalizzazione ha presumibilmente anche ampliato le possibilità che si determinino cicli finanziari pronunciati. Questi, a loro volta, possono contribuire ad accentuare i cicli macroeconomici e sfociare, come fin troppo spesso è accaduto in passato, in costose crisi del sistema bancario. Il fenomeno ha riguardato sia le economie industrializzate sia quelle emergenti, ma è in queste ultime che i danni causati dall'instabilità finanziaria sono stati particolarmente gravi.

Alla radice di questi cicli finanziari vi è di regola un'ondata di ottimismo generata da sviluppi favorevoli nell'economia reale. L'ottimismo contribuisce a una sottovalutazione del rischio, una iperdilatazione del credito, aumenti abnormi dei prezzi delle attività, sovrainvestimenti in capitale fisico e, in alcuni casi, una spesa eccessiva in consumi. A un dato momento, allorché emergono aspettative più realistiche, si impone la necessità di eliminare gli squilibri accumulati nella fase di boom, e ciò provoca talvolta notevoli turbative sia nel sistema finanziario che nell'economia reale.

Per gli organi di vigilanza e le banche centrali l'affrontare i problemi creati dai cicli finanziari pone una sfida estremamente ardua, ma al tempo stesso di crescente rilevanza. In linea di principio, oltre ad aumentare la capacità di resistenza dell'economia a tali cicli, le autorità possono reagire direttamente alla formazione di squilibri finanziari. In pratica, tuttavia, questa modalità di risposta non è affatto semplice e solleva varie questioni sul piano concettuale e attuativo. In prospettiva, la risoluzione di tali questioni è importante se si vorranno assicurare la durevole stabilità e i benefici dei sistemi finanziari liberalizzati.

Cicli finanziari

Da tempo i fattori di natura finanziaria concorrono a determinare la fisionomia dei cicli economici. Tuttavia, con la liberalizzazione dei sistemi finanziari interni e dei flussi internazionali di capitali, questo ruolo si è ampliato. Gli sviluppi sui mercati del credito e delle attività hanno oggi un impatto più profondo, rispetto a qualche decennio fa, sulla dinamica del ciclo congiunturale tipico e costituiscono una delle cause della maggior frequenza di crisi bancarie.

Questo fenomeno ha interessato sia il mondo industrializzato che le economie emergenti. Parecchi paesi industriali hanno sperimentato eccessi finanziari nell'ultima parte degli anni '80. Tali eccessi avevano agito da stimolo

Gli sviluppi finanziari hanno un impatto maggiore sui cicli economici ...

all'espansione economica, ponendo tuttavia anche le premesse per le recessioni e le turbative finanziarie dei primi anni '90. A partire dalla metà degli anni '90 l'attività economica ha ancora una volta tratto impulso dall'esuberanza dei mercati delle attività e dalla vigorosa espansione del credito. Più di recente, in alcuni paesi il ciclo finanziario pare avere nuovamente subito una svolta di tendenza (Capitolo VI), e tali sviluppi hanno contribuito a rallentare la crescita produttiva.

Molte economie emergenti hanno vissuto cicli finanziari particolarmente intensi, resi in genere più pronunciati da ampie oscillazioni nel flusso dei capitali internazionali. Il prezzo pagato è stato alto, con costi diretti per la risoluzione delle crisi bancarie spesso superiori al 10% del PIL, e costi indiretti ancora maggiori in termini di prodotto perso. La turbolenza che ha colpito vari paesi asiatici verso la fine degli anni '90 non ne è che un esempio.

All'epoca in cui i sistemi finanziari erano pesantemente regolamentati e l'azione delle banche centrali si focalizzava sul controllo degli aggregati monetari o creditizi, la possibilità che si generassero cicli finanziari perniciosi era limitata. Di regola, in questi regimi una rapida espansione della moneta veniva contrastata mediante un inasprimento dei controlli diretti sugli impieghi bancari o un aumento dei tassi d'interesse. Ciò frenava il ricorso alla leva finanziaria, limitando l'esposizione delle istituzioni finanziarie regolamentate verso gli squilibri nei mercati delle attività. Benché conducesse a distorsioni potenzialmente gravi nell'allocazione delle risorse, tale contesto regolamentato era meno soggetto alle ampie fluttuazioni cicliche che si osservano nel sistema odierno più liberalizzato.

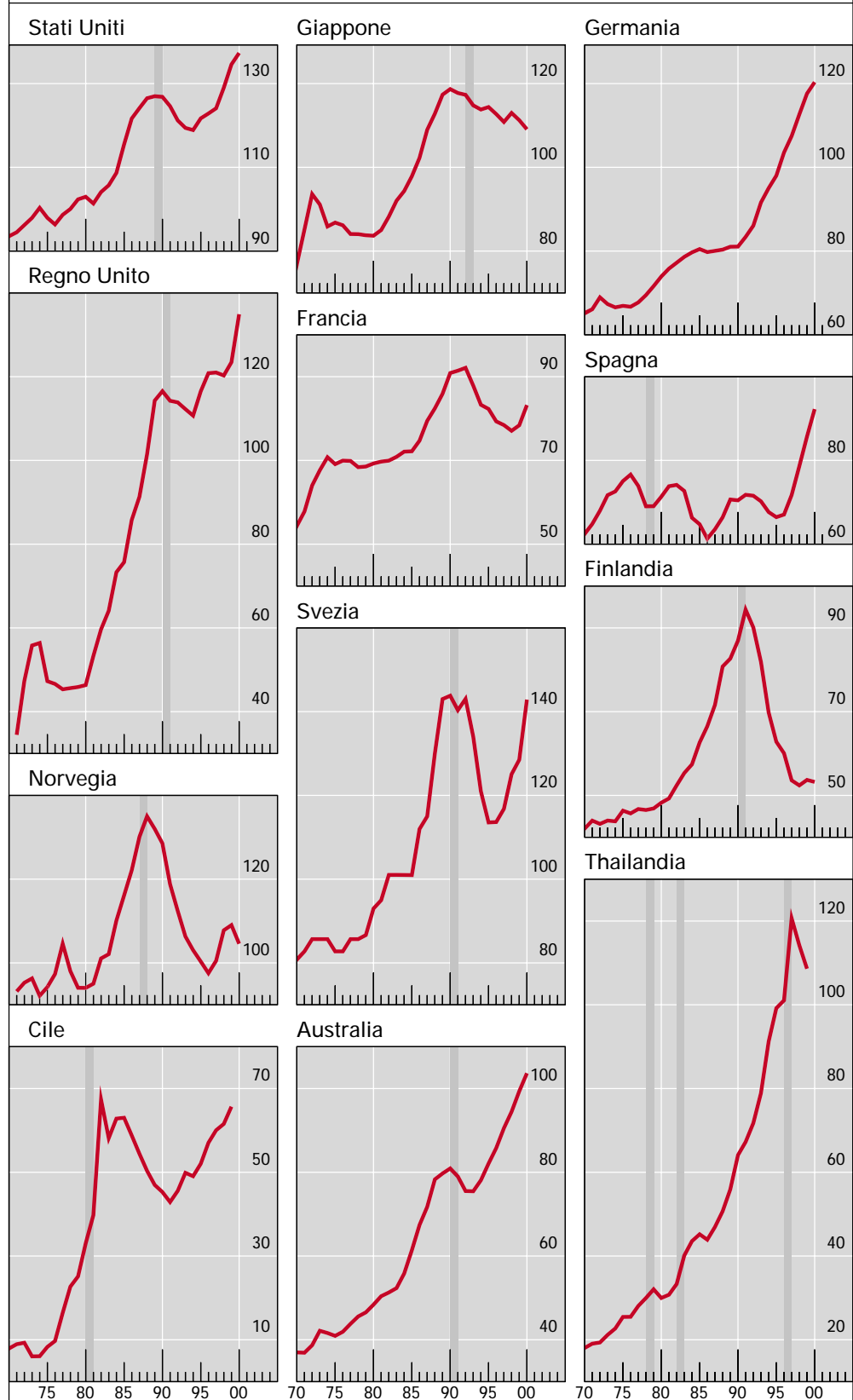
... in seguito alla liberalizzazione ...

Alla liberalizzazione si è accompagnato un notevole aumento delle attività finanziarie nei bilanci del settore privato, con un sensibile incremento dei livelli di debito in relazione al PIL e delle posizioni in strumenti collegati al mercato. Inoltre, l'espansione del credito è divenuta più sensibile sia alle condizioni economiche di fondo che alla percezione del rischio, mentre si sono rafforzati i legami tra mercati del credito e delle attività. E anche la spesa privata è sempre più reattiva all'evoluzione di questi ultimi. Insomma, il quadro odierno è connotato da una ben più stretta interconnessione fra l'andamento della macroeconomia e quello del sistema finanziario.

La salvaguardia della stabilità del sistema finanziario è quindi un obiettivo importante per molte autorità. Negli ultimi decenni, numerosi episodi di instabilità hanno tratto origine da carenze di politica macroeconomica, fra cui un'elevata inflazione, e da un'inadeguata gestione del rischio da parte delle istituzioni finanziarie. Tuttavia, l'esperienza mostra come si possano sviluppare squilibri finanziari anche in un contesto di bassa inflazione. Anzi, nonostante i miglioramenti realizzati recentemente nella gestione dei rischi, è ben possibile che una perdurante bassa inflazione, specie se accompagnata da una solida credibilità della banca centrale e da una crescita economica vigorosa, generi proprio quell'ottimismo che alimenta i boom creditizi e insostenibili aumenti dei prezzi delle attività. In un contesto siffatto, la fase ascendente del ciclo economico può essere caratterizzata da una sovradilatazione dei mercati del credito e da un'eccessiva accumulazione di capitale, e quella discendente dalla successiva drastica correzione di questi squilibri. Il dare una risposta a cicli

... ponendo nuove sfide alle autorità

Cicli del credito e stress finanziario¹



¹ Credito privato in percentuale del PIL. La comparabilità fra i paesi è limitata dalle differenze esistenti nella definizione del credito privato. Le aree ombreggiate segnano l'inizio di stress nel sistema finanziario.

Fonti: G. Kaminsky e C. Reinhart, "The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, giugno 1999; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico VII.1

di questo tipo pone considerevoli problemi alle autorità sia monetarie che di vigilanza.

Credito e prezzi delle attività

I cicli del credito e dei prezzi delle attività procedono solitamente in coppia e spesso si rinforzano vicendevolmente. L'ascesa dei prezzi delle attività può stimolare la crescita economica e, nella misura in cui aumenta il valore dei beni impiegati come garanzia, può ridurre il costo dell'indebitamento e ampliare le disponibilità finanziarie delle imprese e delle famiglie. Il più rapido sviluppo economico e il maggior ricorso al credito possono a loro volta far lievitare ulteriormente i prezzi delle attività. L'interazione fra credito e mercati delle attività può essere ancor più forte quando i prezzi sono calanti e la situazione economica sta deteriorandosi. In particolare, la discesa dei prezzi riduce il valore delle garanzie detenute dalle istituzioni finanziarie, e può pertanto causare ingenti perdite a queste ultime come pure una notevole contrazione dell'offerta di credito.

Cicli di boom e crisi nei mercati delle attività ...

Nel corso degli ultimi decenni i movimenti dei prezzi degli immobili, specie di quelli non residenziali, hanno avuto un ruolo centrale nell'amplificare

Cicli del credito e dei prezzi delle attività ¹									
	Rapporto credito/PIL ²			Prezzi degli immobili residenziali ³			Prezzi degli immobili commerciali ^{3, 4}		
	minimo- massimo	massimo- minimo	4° trim. 1995 – 4° trim. 2000	minimo- massimo	massimo- minimo	4° trim. 1995 – 4° trim. 2000	minimo- massimo	massimo- minimo	4° trim. 1995 – 4° trim. 2000
	inizio anni '80 – fine anni '90			inizio anni '80 – fine anni '90			inizio anni '80 – fine anni '90		
Stati Uniti	25	- 7	16	.	.	30	39	-50	35
Giappone ⁵	36	-11 ⁶	- 5	115	-22 ⁶	-12	132	-51 ⁶	-35
Germania	.	.	23	59	-17 ⁶	-16	233	-43	51
Francia	22	-14	2	87	- 8	24	407	-52	88
Italia	18	- 8	11	102	-11	9	194	-54	70
Regno Unito	72	- 8	19	215	-12	68	125	-27	22
Canada	28	- 1	11	102	- 3	10	54	-53	33
Spagna	11	- 5	26	230	- 6	43	601	-70	210
Australia	28	- 5	22	86	.	34	578	-49	25
Paesi Bassi	.	.	46	.	.	88	113	-20	69
Belgio	22	- 4	2	.	.	22	136	-26	32
Svezia	53	-30	27	121	-16	49	1 027	-83	123
Svizzera	45	.	- 3	101	-25	- 6	131	-31	1
Danimarca	12	-14	12	87	-19	46	277	-35	43
Norvegia	40	-37	4	175	-26	68	245	-44	12
Finlandia	48	-42	-10	286	-58	57	912	-49	24
Irlanda	.	.	40	.	.	124	48	-17	153

¹ Cicli definiti dal massimo e dal minimo rispettivamente del rapporto credito/PIL e dei prezzi degli immobili. ² Variazione nel periodo corrispondente, in punti percentuali. ³ Variazione nel periodo corrispondente, in percentuale. ⁴ I dati si riferiscono generalmente alle principali città. ⁵ Prezzi dei soli terreni. ⁶ Nessun minimo individuabile; variazioni calcolate rispetto a fine 2000.

Fonti: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; altre associazioni private del settore immobiliare; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella VII.1

... soprattutto in quelli degli immobili ...

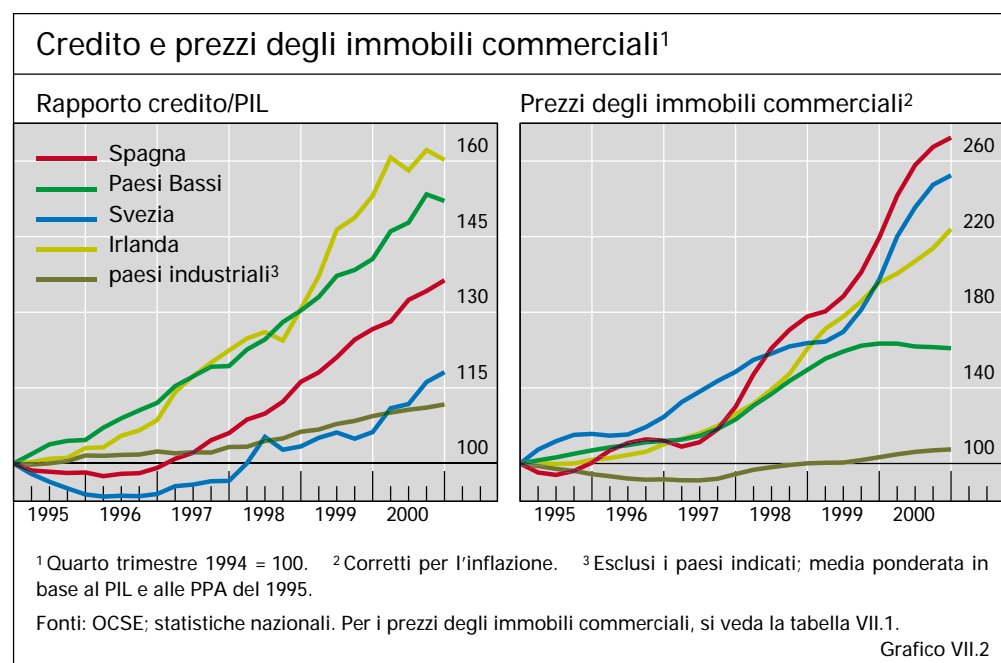
... hanno storicamente generato instabilità finanziaria

In molti paesi industriali i prezzi degli immobili non residenziali restano inferiori ai precedenti massimi

i cicli finanziari. In parte ciò è dovuto all'importanza dei beni immobiliari come garanzia reale dei prestiti bancari. Per giunta, il mercato dei fabbricati commerciali sembra essere particolarmente esposto a forti oscillazioni sia dei prezzi che dell'attività nel settore delle nuove costruzioni. Cicli pronunciati di boom e susseguente crisi in questo mercato hanno fatto da sfondo a molte delle traversie vissute dalle banche in Australia, Finlandia, Giappone, Norvegia, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia tra la fine degli anni '80 e i primi anni '90 e, più recentemente, in vari paesi dell'Asia.

Anche l'evoluzione dei mercati degli immobili residenziali ha influito sui cicli finanziari, pur non essendo stata di regola la principale fonte diretta di instabilità. Il calo di prezzo delle abitazioni ha agito piuttosto nel senso di creare vincoli di natura finanziaria, in quanto la minore spesa in consumi da esso indotta frena la ripresa dalle recessioni economiche. La tendenza crescente dell'indebitamento delle famiglie osservata in molti paesi negli ultimi anni ha probabilmente accresciuto il peso che potranno avere tali vincoli in futuro.

A partire dalla metà degli anni '90 i paesi industriali con i più elevati tassi di espansione del credito sono stati generalmente anche quelli in cui si sono avuti i maggiori incrementi di prezzo degli immobili commerciali. Ad esempio, il credito è aumentato in modo particolarmente rapido in Irlanda, Paesi Bassi, Spagna e Svezia, e con esso i prezzi degli stabili non residenziali nelle maggiori città di questi paesi. A livello mondiale, tuttavia, malgrado segni di surriscaldamento in alcuni centri urbani, la fase ascendente dell'attuale ciclo non ha dato luogo a un diffuso boom del mercato in questione com'era avvenuto negli anni '80. Nella maggior parte delle economie industrializzate, fra cui Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti, le quotazioni dei fabbricati commerciali in termini reali restano ben inferiori ai precedenti massimi, nonostante i recenti aumenti. In Giappone, dove sul mercato continua a gravare la correzione del boom immobiliare degli anni '80, i prezzi sono ormai in calo da 11 anni.



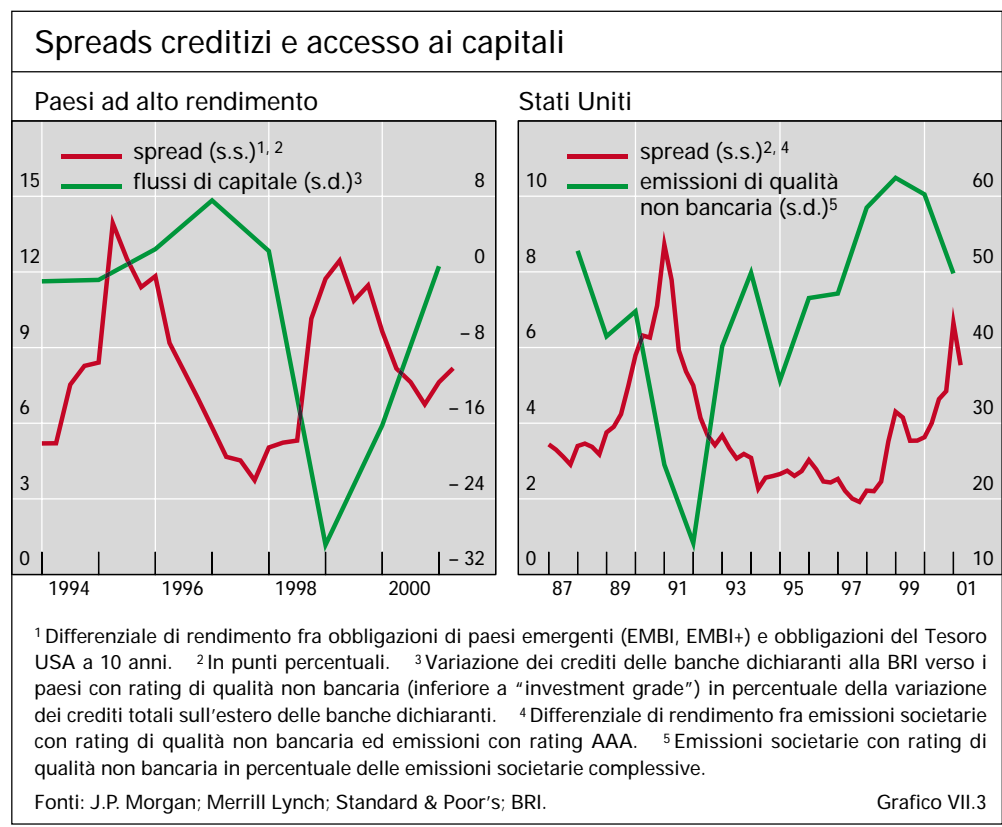
Durante l'attuale ciclo finanziario si è assistito in vari paesi a una rapida crescita dei mutui ipotecari per abitazioni, accompagnata da forti aumenti dei prezzi. In Australia, Norvegia, Regno Unito e Svezia, ad esempio, tali aumenti hanno fatto salire i valori nominali e reali degli immobili residenziali al disopra delle punte raggiunte verso la fine degli anni '80.

I cicli del credito sono di solito anche collegati ai cicli dei corsi azionari, seppure i nessi tendano a essere meno stretti di quelli osservati per il mercato degli immobili. Nondimeno, una caratteristica di spicco del ciclo finanziario espansivo della seconda metà degli anni '90 è stata la straordinaria crescita delle quotazioni azionarie, soprattutto nei settori tecnologico e delle telecomunicazioni. Per un certo tempo tale progressione è parsa capace di autoalimentarsi, in una spirale in cui i più alti prezzi delle azioni contribuivano ad accelerare la crescita economica, a destare aspettative di espansione futura ancora più rapida e ad aumentare la disponibilità delle banche a erogare credito, specie alle imprese dei settori con quotazioni in più rapida ascesa.

Anche se nel periodo in esame i guadagni azionari realizzati alla fine degli anni '90 sono stati in parte annullati, nel complesso la solidità dei sistemi bancari non sembra finora averne granché risentito. Nonostante questa resilienza, resta il fatto che durante l'ultimo decennio l'esposizione di molte banche verso il mercato azionario è cresciuta. Ciò deriva dall'ampliamento dell'attività di negoziazione in proprio, dal maggior volume di crediti concessi alle famiglie per finanziare l'acquisto di azioni e dall'accresciuta rilevanza dei proventi da commissioni connessi con la gestione di patrimoni e le operazioni di broking. Anche le famiglie sono maggiormente esposte all'andamento dei corsi azionari, e tali esposizioni sono sempre più visibili, soprattutto nei

L'espansione degli anni '90 è stata connotata da straordinari aumenti dei corsi azionari

Banche e famiglie sempre più esposte ai mercati azionari



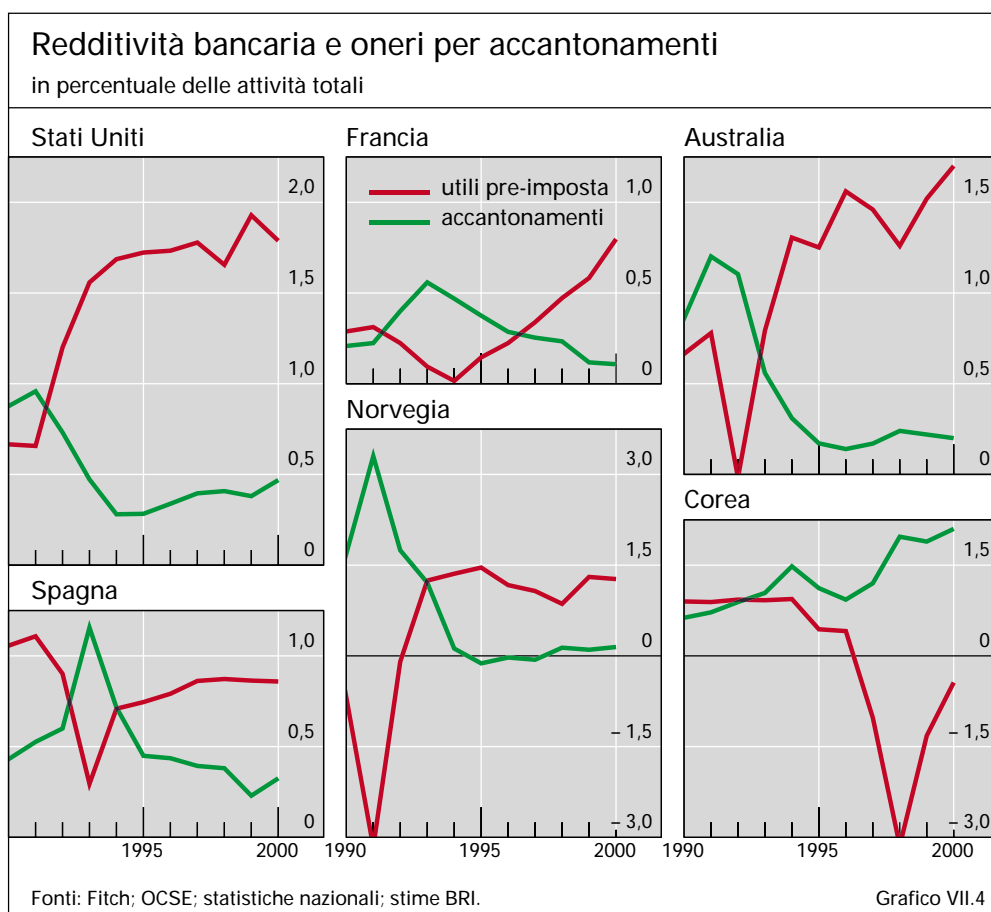
systemi pensionistici a contribuzione predefinita. Questa evoluzione fa ritenere che sia aumentato ovunque, ma in particolare negli Stati Uniti, l'effetto di ricchezza.

Comportamento ciclico delle istituzioni e dei mercati

I boom economici sono caratterizzati da un allentamento degli standard creditizi ...

I cicli finanziari sono altresì caratterizzati da fluttuazioni nella propensione al rischio, nonché nella sua percezione e valutazione di prezzo da parte dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Nei periodi di forte crescita economica la propensione al rischio pare aumentare di pari passo con l'ottimismo riguardo al futuro. Ne è una manifestazione l'allentamento degli standard creditizi, come ad esempio l'applicazione di clausole cautelative e requisiti di garanzia meno stringenti. In tal modo, anche mutuatari relativamente ad alto rischio hanno più agevole accesso sia al finanziamento intermediato dalle banche sia ai mercati dei capitali.

Fenomeni del genere sono stati evidenti negli ultimi anni. La forte crescita delle economie asiatiche fra l'inizio e la metà degli anni '90 ha indotto afflussi senza precedenti di capitali esteri, che hanno finito per finanziare investimenti altamente rischiosi. Anche negli Stati Uniti un allentamento degli standard creditizi, specie nel periodo 1996-98, ha contribuito alla rapida espansione dei prestiti sindacati a imprese con rating inferiore a "investment grade" e dei crediti di qualità non primaria alle famiglie. Analogamente, in quel periodo si è assistito a un sensibile aumento delle emissioni di obbligazioni societarie relativamente ad alto rischio. In Europa gli standard creditizi sono stati



parimenti allentati nella seconda metà degli anni '90, come si evince dall'aumento in alcuni paesi del rapporto fra prestiti e valore delle garanzie nel comparto dei mutui ipotecari residenziali.

Anche il prezzo del rischio di credito si muove in modo prociclico, diminuendo durante i boom economici e aumentando nelle recessioni. Durante i periodi di rapida espansione del credito, molte banche sono disposte a comprimere i margini di interesse per difendere, o persino accrescere, le quote di mercato. Ad esempio, in Giappone negli ultimi anni '80 e in tutti i paesi asiatici verso la metà del decennio successivo i differenziali di tasso erano appena sufficienti a coprire i costi operativi. Negli Stati Uniti i margini bancari sui crediti commerciali e industriali sono calati durante gran parte degli anni '90, per poi risalire nel 1998, specie per la clientela più rischiosa. I margini hanno parimenti subito pressioni al ribasso in diversi paesi europei, in parte a causa della più intensa concorrenza. L'evoluzione ciclica del prezzo del rischio creditizio è evidenziata anche dagli spreads obbligazionari, che tendono infatti a restringersi nei periodi di forte crescita economica e ad ampliarsi nelle fasi recessive.

... da un
assottigliarsi degli
spreads ...

Un importante fattore alla base di questi andamenti generali è la tendenza dei profitti bancari ad aumentare nelle fasi di boom economico e a diminuire, spesso in modo drastico, in quelle di rallentamento. Il calo di redditività determina sovente una più bassa tolleranza al rischio e, in molti casi, una sensibile riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche, le quali tendono a riorientare i propri portafogli verso impieghi relativamente sicuri o a caricare margini di interesse più elevati.

... e da un
aumento dei profitti
bancari ...

Il fattore che più contribuisce al profilo ciclico della redditività bancaria è la natura congiunturale delle perdite aggregate sui crediti, e in particolare quella degli accantonamenti, o svalutazioni, a fronte di tali perdite. Per le ragioni che si esamineranno più avanti, tali accantonamenti aumentano soltanto dopo che si è concretizzato un significativo deterioramento della

Redditività delle maggiori banche nel 1999 e 2000									
	Numero di banche	Utili pre-imposta		Oneri per accantonamenti		Margine di interesse netto		Costi operativi	
		1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
		in percentuale sul totale dell'attivo medio							
Stati Uniti	12	2,17	1,79	0,44	0,63	3,34	3,22	3,84	4,10
Giappone ¹	16	0,42	0,37	0,90	0,52	1,14	1,07	0,89	1,01
Germania	4	0,43	0,55	0,28	0,18	0,95	0,82	1,65	1,74
Francia	4	0,69	0,83	0,20	0,18	1,14	0,94	1,85	1,91
Regno Unito	4	1,43	1,53	0,33	0,21	2,30	2,21	2,40	2,39
Canada	6	1,17	1,31	0,24	0,29	1,94	1,93	2,59	2,74
Spagna	4	1,21	1,33	0,33	0,35	2,62	2,63	2,65	2,62
Australia	4	1,72	1,85	0,24	0,20	2,72	2,43	2,55	2,39
Svezia	3	0,84	1,09	0,01	0,07	1,27	1,39	1,50	1,66
Svizzera	2	0,82	0,96	0,12	0,04	0,70	0,73	2,55	2,90

¹ Le cifre per il 1999 si riferiscono all'esercizio chiuso il 31 marzo 2000; quelle per il 2000 sono dati annualizzati del primo semestre dell'esercizio 2000.

Fonte: Fitch.

Tabella VII.2

qualità dei crediti. Ciò implica che di norma essi crescano unicamente nelle fasi di contrazione dell'economia, spesso per periodi di tempo assai brevi.

... spiegato in parte da minori accantonamenti per perdite su crediti

La stretta connessione fra profitti e accantonamenti per perdite su crediti è evidente nel ciclo attuale. Nella seconda metà degli anni '90 il rendimento del capitale proprio delle banche commerciali statunitensi ha costantemente superato i valori registrati durante i precedenti vent'anni. Nello stesso tempo gli oneri per accantonamenti delle banche USA sono calati in misura significativa. Del pari, il rendimento del capitale bancario nell'area dell'euro, benché alquanto più basso che negli Stati Uniti, è andato crescendo costantemente nel corso degli anni '90 in parallelo al calo degli accantonamenti. Di recente, anche in Australia, Regno Unito e Svezia l'elevata redditività delle banche è sorretta dal ridotto livello degli accantonamenti.

Meccanismi alla base dell'amplificazione finanziaria

Nella misura in cui il sistema finanziario può essere ritenuto eccessivamente prociclico, le principali spiegazioni alla base di ciò risiedono in reazioni inappropriate da parte degli operatori del mercato al variare del rischio nel tempo. Tali reazioni possono essere indotte da vari fattori, fra cui il modo di valutare il rischio, gli incentivi che condizionano la risposta degli individui a una data valutazione e la natura del quadro regolamentare. Di questi tre fattori, il più importante è probabilmente la valutazione del rischio nel corso del tempo.

Valutazione del rischio nel tempo

Gli sviluppi economici favorevoli ...

I cicli finanziari sovente traggono origine da andamenti favorevoli dal lato dell'offerta. La storia abbonda di esempi in cui la liberalizzazione economica, la scoperta di nuove risorse o lo sviluppo di tecnologie innovative inducono una forte crescita economica e una possente ondata di ottimismo. L'ottimismo è spesso rafforzato dal fatto che tali sviluppi causano non solo un'accelerazione dell'attività economica, ma anche un rallentamento dell'inflazione e un aumento della quota dei profitti sul reddito nazionale.

... giustificano più alti prezzi delle attività ...

In queste favorevoli circostanze, forti incrementi dei prezzi delle attività sono giustificati. Il problema è che l'entità di tali incrementi non ha un solido ancoraggio, poiché essa dipende dalle aspettative riguardo a un futuro incerto. In molte fasi di espansione congiunturale le aspettative paiono divenire troppo ottimistiche, e i rischi sono conseguentemente sottovalutati. Il risultato è che i prezzi delle attività possono essere sospinti a livelli insostenibili e l'espansione del credito può di gran lunga sopravanzare la crescita nominale del PIL.

... ma un eccessivo ottimismo ...

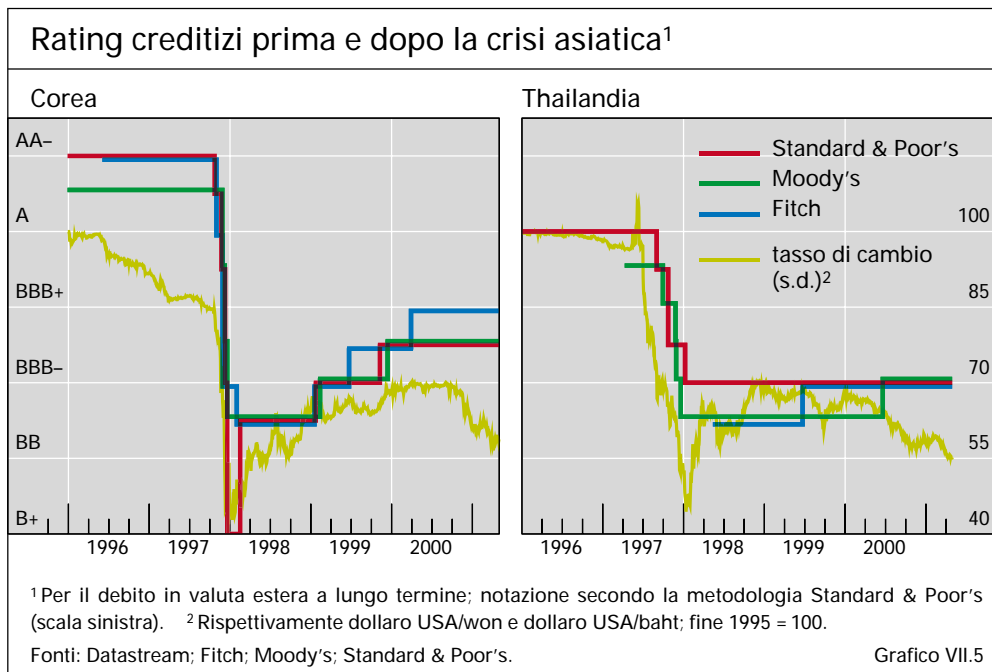
La tendenza da parte di investitori, imprenditori e intermediari finanziari a diventare eccessivamente ottimisti durante i boom può essere spiegata da vari fattori, alcuni dei quali riposano su distorsioni cognitive. Esperimenti psicologici indicano che quando gli individui valutano i possibili esiti di una situazione, essi tendono a mostrare una "miopia per le catastrofi", assegnando troppo poco peso a eventi nefasti con bassa probabilità. Vi è inoltre una tendenza dei singoli a ridurre la cosiddetta "dissonanza cognitiva", per cui l'informazione è normalmente interpretata in maniera tale da confermare le convinzioni preesistenti. Una conseguenza di tali distorsioni è che nei periodi

di forte crescita, bassa inflazione ed elevata redditività, le informazioni sono spesso giudicate in linea con la prosecuzione delle condizioni favorevoli, mentre invece è tenuto in poco conto l'emergere di sintomi di potenziali problemi futuri. Ma se la crescita rallenta sotto il peso degli squilibri finanziari e di sovrainvestimenti in capitale fisico, o la redditività diminuisce a causa della più intensa concorrenza e di una più celere progressione salariale, tali convinzioni possono mutare in maniera repentina, e le successive informazioni verranno lette in chiave assai più negativa. Può allora rapidamente subentrare un'ondata di pessimismo.

Un altro motivo, affine al precedente, che spiega la sottovalutazione del rischio nei recenti periodi di boom è la tendenza, presente in molti dei sistemi di misurazione del rischio attualmente in uso, a estrapolare implicitamente nel futuro le condizioni correnti. Ad esempio, le metodologie per la misurazione del rischio di credito basate sui corsi azionari tendono a mostrare un più basso rischio di insolvenza delle imprese nelle fasi espansive, allorché i prezzi delle azioni salgono e la volatilità diminuisce. Analogamente, i sistemi interni di rating utilizzati dalle banche per stimare il rischio di credito tendono a indicare un calo di quest'ultimo quando gli indici di insolvenza sono bassi. In parte ciò è dovuto all'orizzonte temporale breve sul quale è sovente misurato il rischio in questi sistemi. Ma anche i rating creditizi esterni vengono spesso corretti soltanto dopo il verificarsi degli eventi sfavorevoli, anziché quando il rischio sta aumentando. Ad esempio, durante la crisi asiatica, i declassamenti del merito di credito sono generalmente avvenuti dopo che avevano avuto luogo le ampie svalutazioni, e i rating sono poi stati nuovamente innalzati allorché la crisi è passata.

... e la tendenza a estrapolare la situazione presente ...

L'estrapolazione della situazione corrente può essere appropriata qualora le condizioni macroeconomiche siano molto persistenti. In questo caso, lo stato corrente dell'economia fornisce il criterio guida migliore, anche se impreciso,



per stimare l'evoluzione futura. Se questa visione è corretta, ne consegue che il rischio potrebbe non aumentare in una fase di boom, in quanto non vi è motivo di ritenere, per il solo fatto che l'economia attraversa un periodo di forte espansione, che diventi più probabile una recessione nel prossimo futuro. Per contro, se le forze che generano il boom creano anche le premesse per una recessione, come sembra spesso accadere, allora, a un certo punto del ciclo ascendente, il rischio comincia a crescere. L'aumento delle insolvenze nella successiva fase discendente potrebbe quindi essere più correttamente visto come la materializzazione dei rischi originatisi durante l'alta congiuntura, anziché come un più alto livello di rischio nella fase contrattiva.

... possono amplificare un'espansione economica

In pratica, è difficile stabilire se e quando il rischio comincia effettivamente ad aumentare durante un boom economico. A questo riguardo non vi sono risposte chiare e nette. Nondimeno, la storia insegna che gli episodi connotati da rapida crescita del credito, forte ascesa dei prezzi delle attività, spreads creditizi ristretti e alti livelli di investimento sono generalmente seguiti da stress nel sistema finanziario. Tali episodi sono presumibilmente contraddistinti da livelli di rischio superiori alla media, anche quando la contestuale situazione economica appare robusta. Il mancato riconoscimento di questa rischiosità può contribuire in misura rilevante ad amplificare la fase espansiva di un ciclo finanziario.

Incentivi

La divergenza fra incentivi privati e pubblici ...

Anche gli incentivi che condizionano la reazione dei prestatori a una data valutazione del rischio possono influire sull'evoluzione dei cicli finanziari. L'esempio forse più chiaro è l'incentivo che induce la singola banca a inasprire gli standard creditizi in una fase recessiva. Mentre ciascuna istituzione può ragionevolmente presumere che lo stato dell'economia sia indipendente dal suo agire, a livello di sistema sussiste tuttavia una "fallacia dell'aggregazione", giacché se tutte le banche si comportassero nello stesso modo, l'economia ne sarebbe quasi certamente influenzata. E quand'anche la singola banca fosse consapevole di questa fallacia, essa avrebbe pur sempre l'incentivo a inasprire gli standard creditizi durante una recessione. Questo incentivo potrebbe essere superato mediante una qualche forma di coordinamento fra le istituzioni, ma tale approccio appare problematico in un sistema bancario competitivo.

... può anch'essa acuire la prociclicità del sistema finanziario

Gli incentivi possono parimenti essere distorti dall'esistenza di reti di salvataggio finanziario congegnate in modo inappropriato e da varie forme di limitazione della responsabilità. Questi meccanismi possono indurre i prestatori ad assegnare un peso insufficiente, da un punto di vista sociale, agli scenari sfavorevoli, poiché una parte delle perdite che comportano tali scenari sarebbe verosimilmente sopportata da altri, fra cui i contribuenti. Infine, gli schemi di remunerazione incentrati sui risultati a breve termine e sulla performance relativa, anziché assoluta, tendono a scoraggiare una visione di lungo periodo e la valutazione del rischio in termini aggregati.

Criteri contabili e quadro regolamentare

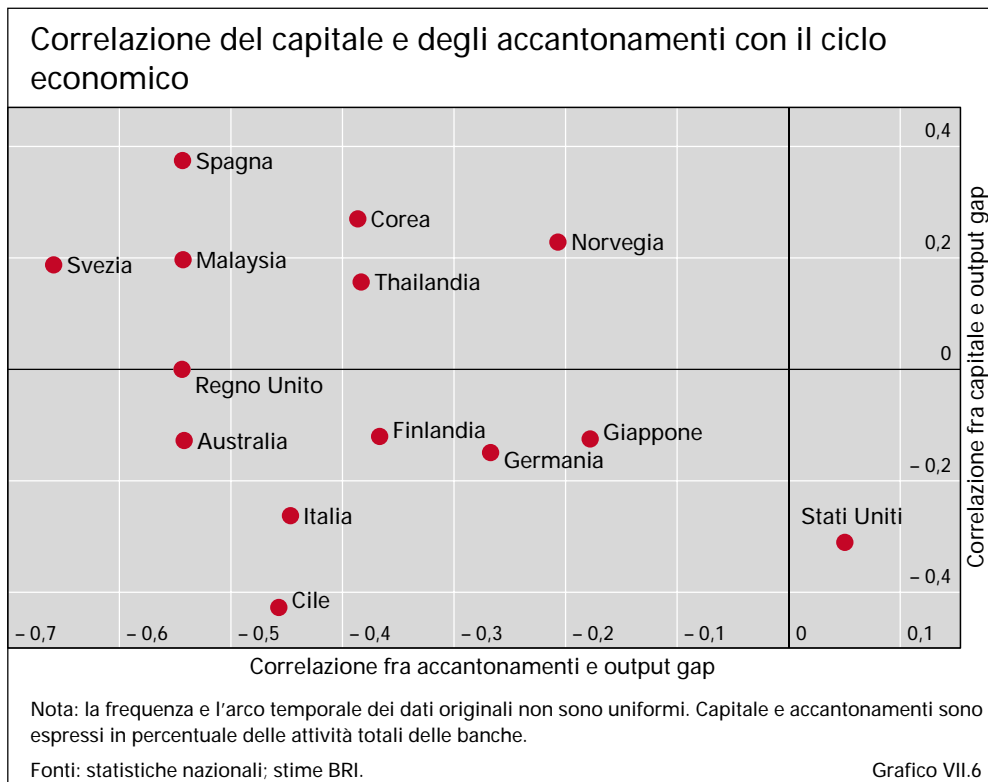
Il modo in cui le istituzioni finanziarie reagiscono ai cambiamenti nella percezione del rischio dipende altresì dalla natura delle prescrizioni contabili e

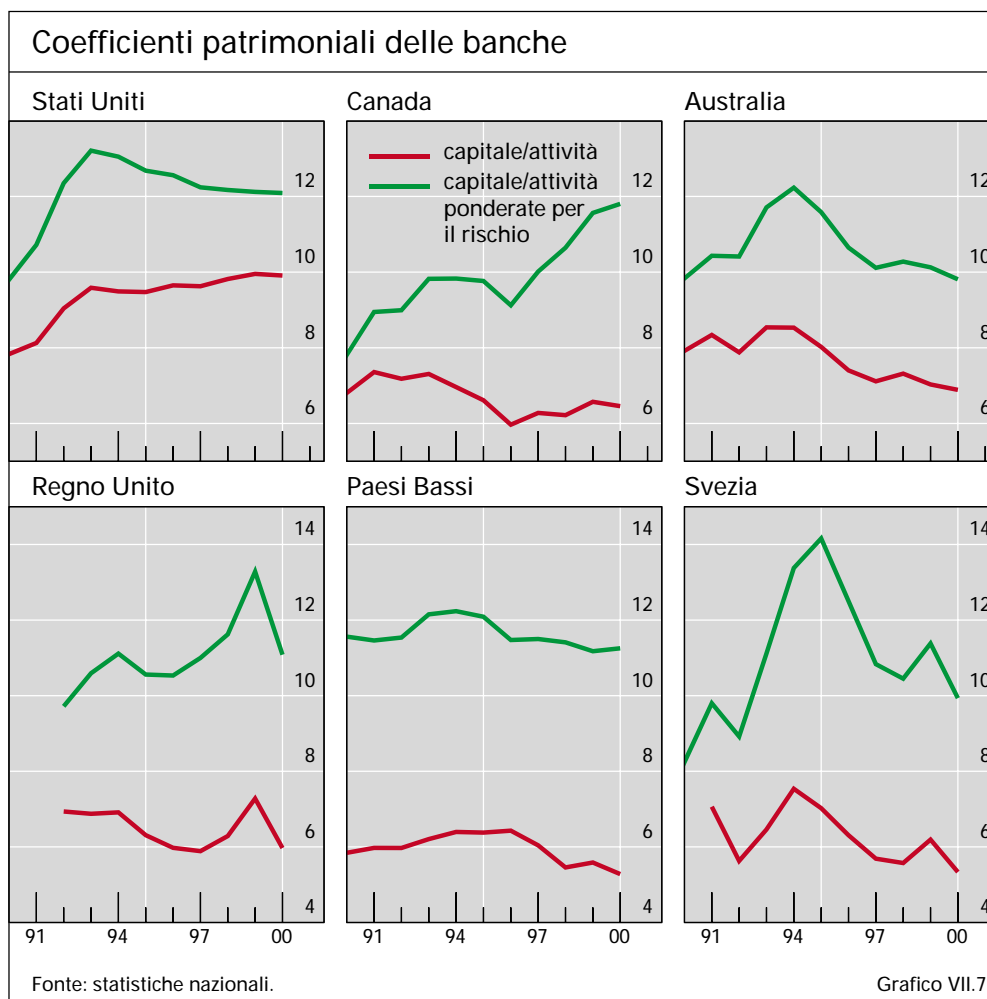
regolamentari. Tuttavia, la ricorrenza dei cicli finanziari nel corso della storia fa ritenere che la struttura del quadro normativo non svolga un ruolo primario nel determinare tali cicli.

Come si è già detto, le modalità di accantonamento per perdite su crediti incidono in misura rilevante sulla ciclicità dei risultati economici delle banche. In molti paesi le regole contabili consentono la creazione di tali poste soltanto dopo che si è prodotto un deterioramento chiaramente verificabile nella qualità dei crediti. Inoltre, spesso vigono restrizioni alla loro deducibilità fiscale. Di conseguenza, per una banca può risultare difficile accrescere gli accantonamenti in periodo di boom quand'anche giudichi correttamente che si sia deteriorata la solvibilità futura dei propri debitori. Se è vero che gli utili addizionali che risultano per effetto dei minori accantonamenti potrebbero essere trattenuti in bilancio, anziché essere distribuiti come dividendi o impiegati per finanziare l'acquisto di azioni proprie, in pratica ciò non è sempre possibile, date le pressioni esercitate sul management della banca affinché venga massimizzato il rendimento del capitale.

I criteri di accantonamento sono attualmente orientati al passato ...

Il modo in cui è strutturata la regolamentazione del patrimonio delle banche è parimenti in grado di influire sulla dinamica dei cicli finanziari. Se un quadro regolamentare basato su coefficienti minimi di capitale può contribuire alla stabilità complessiva del sistema finanziario, esso può altresì, in determinate circostanze, accentuare le fasi di contrazione economica. La ragione è che le diffuse perdite possono indurre diverse banche a diminuire drasticamente gli impieghi, in particolare per evitare gli ingenti costi in termini di reputazione e altri oneri che possono derivare dal mancato rispetto dei coefficienti patrimoniali minimi. Un inasprimento dei controlli o degli standard creditizi in risposta alle perdite può anch'esso amplificare la tendenza recessiva.





... e gli attuali requisiti patrimoniali minimi non sono molto sensibili al rischio

Sebbene i riscontri empirici dell'incidenza di questi fattori normativi non siano univoci, è ragionevole ritenere che la contrazione del credito bancario che accompagna tipicamente un rallentamento congiunturale verrebbe mitigata qualora aumentasse il grado di patrimonializzazione durante la precedente fase ascendente. Le attuali regole sull'adeguatezza del capitale prescrivono un aumento del *livello* del patrimonio nella misura in cui si espandono gli impieghi, ma non un aumento del *coefficiente* del patrimonio in rapporto alle attività. In effetti, secondo le regole vigenti il requisito patrimoniale a fronte di un dato portafoglio non varia nel tempo con il variare della rischiosità del portafoglio. Inoltre, data la probabile tendenza delle banche a sottodimensionare gli accantonamenti in periodo di boom economico, il volano di risorse a disposizione del sistema bancario per assorbire eventuali perdite potrebbe addirittura diminuire durante quel periodo.

I coefficienti di capitale non si muovono sistematicamente in linea con il ciclo economico

Se si confrontano gli andamenti nei vari paesi non emerge una solida relazione fra i *coefficienti* patrimoniali effettivi delle banche e il ciclo economico. Dopo la metà degli anni '90 in alcuni sistemi bancari il coefficiente aggregato è aumentato, in altri si è invece ridotto. Forse il dato più chiaro che emerge dai raffronti internazionali è che nei paesi che hanno avuto problemi bancari alla fine degli anni '80 e nei primi anni '90 i coefficienti patrimoniali sono cresciuti sensibilmente soltanto dopo che i problemi si sono manifestati,

per poi diminuire gradualmente man mano che l'espansione economica si è andata consolidando. In certa misura, l'aumento degli indici patrimoniali agli inizi degli anni '90 può essere dovuto a pressioni esercitate dalla regolamentazione, ma un altro fattore importante è stato il bisogno delle banche investite dalla crisi di dimostrare al mercato la loro ritrovata solidità. Una volta che questo scopo è stato raggiunto e che la crescita economica ha ripreso slancio, i più elevati rapporti capitale/impieghi sono stati visti come un impedimento alla redditività e sono di conseguenza calati.

Possibili risposte da parte delle autorità

In linea di principio, per rispondere ai problemi creati dai ricorrenti cicli finanziari, potrebbero essere impiegati strumenti di vigilanza, regolamentari e monetari. Tuttavia, una questione sostanziale che si pone alle autorità è se una tale risposta sia opportuna e, in caso affermativo, quale forma essa debba assumere.

Le autorità possono reagire ai cicli finanziari ...

Secondo una delle opinioni prevalenti, il migliore contributo che i responsabili delle politiche possono fornire alla stabilità finanziaria e macroeconomica consiste nell'assicurare che l'inflazione sia bassa e stabile, che l'infrastruttura finanziaria soddisfi standard internazionali ampiamente accettati e che gli eventi finanziari avversi vengano affrontati con tempestività. I fautori di questo approccio fanno rilevare che molti dei cicli sfociati in gravi turbative finanziarie si sono prodotti nei paesi in cui l'inflazione era elevata oppure la vigilanza bancaria e l'informativa al pubblico erano inadeguate. Essi sottolineano altresì i problemi pratici (trattati più avanti) che comporta la formulazione di un approccio più interventista.

Un punto di vista alternativo è che le suddette condizioni, seppure necessarie per il mantenimento della stabilità finanziaria, non sono di per sé sufficienti. In particolare, è evidente che anche i paesi a bassa inflazione sono soggetti a costosi cicli finanziari originati da ondate di eccessivo ottimismo. Di conseguenza, si potrebbe sostenere che la stabilità finanziaria e macroeconomica sarebbe rafforzata qualora le autorità prendessero in più seria considerazione politiche volte a ridurre la sensibilità dell'economia a questi cicli o, più ambiziosamente, a controllare la loro evoluzione mediante la manovra discrezionale degli strumenti normativi e di vigilanza o dei tassi d'interesse ufficiali.

... ma le opinioni differiscono ...

Questa diversità di opinioni, almeno per quanto concerne la fattibilità e la desiderabilità della manovra discrezionale degli strumenti ufficiali, riflette in parte una differente valutazione della capacità dei responsabili delle politiche di individuare gli squilibri finanziari. Mentre la presenza di un boom creditizio insostenibile e di un assetto distorto dei prezzi delle attività è facilmente individuabile ex post, ben più difficile è ravvisarla ex ante. A questo proposito viene fatto osservare come sia improbabile che le autorità sappiano giudicare sistematicamente meglio delle istituzioni private la sostenibilità delle tendenze in atto. Pertanto, esse dovrebbero astenersi da interventi mirati specificatamente a contenere la fase espansiva di un ciclo finanziario. Un controargomento è che l'opportunità di una reazione delle istanze ufficiali non

... sull'opportunità e sul modo di intervenire

dipende tanto dalla loro migliore capacità di giudizio rispetto al settore privato, quanto piuttosto dal fatto che, avendo responsabilità e incentivi differenti, esse possono senz'altro reagire in modo differente alla medesima valutazione delle tendenze correnti. Ad esempio, le autorità pubbliche sono verosimilmente più attente degli operatori privati ai possibili scenari avversi, specie quando molte istituzioni presentano esposizioni comuni. Si può altresì presumere che esse abbiano orizzonti temporali più estesi e siano mosse da incentivi non distorti dall'esistenza di reti di salvataggio finanziario.

Strumenti di vigilanza e regolamentari

Ove si giudichi opportuno che le istanze ufficiali reagiscano alla ricorrenza dei cicli finanziari, un'ovvia base di partenza è l'impiego a questo fine della vigilanza e della regolamentazione prudenziale. In tale ambito alle autorità si offrono tre opzioni di massima: migliorare la comprensione del rischio aggregato da parte del pubblico; stabilire regole che rendano il sistema finanziario e la macroeconomia meno vulnerabili agli squilibri finanziari; rispondere in modo diretto agli squilibri variando discrezionalmente i requisiti prudenziali.

Le autorità possono evidenziare l'evolversi del rischio nel tempo

La prima opzione affronta la questione cruciale della misurazione del rischio nel corso del tempo. Le autorità di vigilanza potrebbero contribuire a migliorare la valutazione del rischio aggregato da parte del pubblico mediante, ad esempio, la diffusione di rapporti e discorsi di alti funzionari. Potrebbero inoltre richiedere alle istituzioni finanziarie di eseguire prove di stress dirette a evidenziare e valutare l'esposizione verso particolari vulnerabilità e prescrivere la segnalazione o la pubblicazione di dati addizionali sui rischi. Iniziative in questo senso sono state recentemente adottate dalle autorità di vigilanza di alcuni paesi alle prese con una rapida espansione del credito e forti aumenti dei prezzi immobiliari.

Dispositivi regolamentari come ...

La seconda opzione consiste nel congegnare dispositivi regolamentari che possano operare come una sorta di stabilizzatori automatici, così da limitare la natura prociclica del sistema finanziario. A questo riguardo rivestono particolare importanza le regole che disciplinano il patrimonio minimo e gli accantonamenti nel settore bancario. Assieme, questi due elementi costituiscono la principale salvaguardia di una banca contro le contingenze avverse, laddove in linea di principio il patrimonio è destinato a proteggere dalle perdite impreviste, gli accantonamenti da quelle latenti o presunte.

... i requisiti patrimoniali minimi ...

Le modifiche alla regolamentazione del capitale proprio delle banche recentemente proposte dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria prevedono un collegamento assai più stretto fra i requisiti patrimoniali *relativi* e le misure del rischio *relativo*. Ciò ridurrà di per sé in misura significativa molte delle distorsioni sorte sotto il regime dell'Accordo ora vigente e rafforzerà la solidità delle istituzioni finanziarie. Inoltre, l'affinamento dei requisiti relativi e la maggiore enfasi posta sul controllo prudenziale e sull'informativa (Secondo e Terzo Pilastro) dovrebbero facilitare l'individuazione precoce dei problemi da parte delle autorità di vigilanza, delle banche e del mercato. Nella misura in cui ciò si tradurrà in una minore indulgenza a livello regolamentare e in più pronte misure correttive, potranno essere evitati molti dei peggiori eccessi collegati al ciclo finanziario.

Le modifiche proposte implicano altresì che i requisiti patrimoniali minimi a fronte di un dato portafoglio varino nel tempo in linea con l'evoluzione del rischio *misurato*. Ciò può accrescere ulteriormente la solidità delle banche e ridurre la prociclicità del sistema finanziario. La misura in cui questa potenzialità si materializza dipende però anche dall'esattezza con cui il rischio misurato ricalca l'esposizione sottostante. Se il rischio fosse sottostimato nella fase espansiva, allora i requisiti patrimoniali prudenziali potrebbero senz'altro essere insufficienti, lasciando così il settore bancario eccessivamente esposto a un regresso dell'economia. Per contro, la stabilità del sistema finanziario verrebbe probabilmente rinforzata qualora l'emergere di squilibri inducesse a riconoscere l'accresciuto rischio e quindi ad aumentare la dotazione di capitale nel settore bancario.

Nella misurazione del rischio un aspetto importante è l'orizzonte temporale sul quale è compiuta la valutazione. Le proposte di emendamento dell'Accordo sui requisiti patrimoniali non specificano un particolare arco di tempo, per cui le banche dovranno stimare il rischio futuro sulla base della situazione corrente e delle esperienze maturate con i rispettivi mutuatari. Le stesse proposte fanno tuttavia rilevare che, stante la difficoltà di prevedere eventi *lontani* nel tempo, le istituzioni dovranno considerare con grande cautela tali proiezioni. Al tempo stesso, nel quantificare il rischio ai fini del calcolo del requisito patrimoniale, le proposte si basano sulle probabilità di perdita nell'arco di un anno associate a una certa categoria di esposizione, com'è prassi comune. Una questione aperta è se questo metodo di quantificazione indurrà le banche a *valutare* anche il rischio su un orizzonte annuale. In tal caso, la valutazione potrebbe assumere una prospettiva troppo ravvicinata. Un arco temporale superiore all'anno appare appropriato, visto che il tempo occorrente a una banca in difficoltà per ricapitalizzarsi o ristrutturare il proprio bilancio è solitamente più lungo di un anno, e a maggior ragione se le difficoltà fossero condivise da varie istituzioni. Inoltre, un periodo di riferimento più esteso si rende opportuno se quello limitato a un anno conduce a frequenti riclassificazioni dei prestiti, causando eccessive variazioni del patrimonio di vigilanza nel corso del ciclo economico.

Anche i criteri di accantonamento possono essere concepiti in modo da operare come stabilizzatori automatici. Un passo in questa direzione è stato compiuto in Spagna. In base alle regole da poco introdotte, al momento in cui il credito è erogato le banche sono tenute a costituire un accantonamento per perdite future in misura corrispondente all'incidenza storica di lungo periodo delle perdite connesse con la specifica tipologia di prestito. Tale approccio dovrebbe attenuare la ciclicità dei profitti bancari, aumentando gli oneri per accantonamenti nei periodi di alta congiuntura e consentendo, in virtù dei fondi addizionali costituiti, di meglio assorbire le perdite su crediti in tempi di recessione.

Queste regole sono state tuttavia criticate sul piano concettuale. La creazione di un accantonamento comporta una svalutazione dell'attivo netto della banca. Dal punto di vista contabile una tale rettifica di valore al momento dell'erogazione del credito è generalmente ritenuta inappropriata, poiché il valore corrente ("fair value") di un prestito concesso a condizioni di prezzo

... gli accantonamenti in funzione prospettiva ...

corrette dovrebbe non essere inferiore al suo valore nominale. Sebbene le autorità di vigilanza possano essere riconfortate dalla copertura addizionale che la svalutazione implica, gli organi di normazione contabile spesso obiettano che un tale accantonamento basato su regole cogenti può generare un'immagine distorta della situazione di una banca.

Un approccio alternativo consiste nel prescrivere la costituzione di un accantonamento ogniqualvolta il margine di interesse su un prestito non copra la presumibile perdita derivante da una potenziale insolvenza. Secondo questo approccio l'accantonamento non sarebbe generalmente richiesto al momento dell'erogazione, presumendo che il rischio sia correttamente integrato nel prezzo, ma potrebbe essere prescritto in seguito, ove la banca giudicasse deteriorato il merito di credito del mutuatario senza che siano cambiate le condizioni di tasso. Uno sviluppo ulteriore di tale approccio sarebbe l'abbandono degli accantonamenti per perdite su crediti, con l'adozione di una contabilità ai valori correnti di mercato per tutte le attività e passività finanziarie.

Quali che siano i meriti di un sistema di accantonamento orientato al futuro e, al limite, di una piena contabilità al valore corrente, di fatto questi approcci comportano varie importanti difficoltà. In primo luogo, poiché i crediti non sono di regola negoziati sul mercato, la loro valutazione è inevitabilmente soggettiva, in quanto dipende dall'apprezzamento della banca creditrice circa le probabilità di rimborso. Alcune autorità contabili temono che questa soggettività di giudizio dia modo al management di livellare artificialmente gli utili. In secondo luogo, l'impatto sulla ciclicità del sistema finanziario prodotto dagli accantonamenti orientati al futuro e dalla contabilità al valore corrente dipende molto dalla misura in cui il rischio è stimato correttamente nell'arco del tempo. Se il rischio è sistematicamente sottostimato nella fase di boom, i crediti tenderanno a essere sopravvalutati durante i periodi di forte crescita, sia indirettamente, per effetto degli accantonamenti inadeguati, sia direttamente, nel caso di una contabilità al valore corrente. In tali circostanze l'applicazione di questo metodo di contabilizzazione a tutti gli strumenti finanziari contribuirebbe ad aumentare la prociclicità del sistema finanziario. Per contro, se il rischio fosse correttamente considerato maggiore nelle fasi di forte e protratta crescita, la prociclicità verrebbe probabilmente ridotta, in quanto le banche riconoscerebbero che una parte degli utili conseguiti in tale congiuntura rappresenta di fatto il pagamento di un premio destinato a coprire le prevedibili perdite nella fase di contrazione dell'attività.

Nella misura in cui la non corretta valutazione del rischio costituisce un problema rilevante, trova maggiore giustificazione una qualche forma di accantonamento obbligatorio iniziale. Date le obiezioni sollevate dalle autorità contabili, un'opzione consisterebbe nel richiedere alle istituzioni finanziarie di detenere capitale non soltanto a copertura delle perdite non prevedibili, ma anche a fronte di una sorta di "accantonamento prudenziale", calcolato sulla base dell'incidenza media di lungo periodo delle perdite su crediti. L'effetto sarebbe quello di accrescere la dotazione patrimoniale del sistema nei periodi con bassi indici di insolvenza.

Anche le regole concernenti la valutazione delle garanzie reali e il rapporto prestiti/garanzie potrebbero fungere da stabilizzatore automatico. Nei paesi

che adottano criteri orientati al lungo termine nella valutazione delle garanzie reali e prescrivono rigorosi scarti di garanzia per i mutui ipotecari, il sistema finanziario appare meno prociclico, anche se resta difficile discernere il ruolo di questi fattori da quello di altre concause. Nel quadro degli emendamenti proposti per l'Accordo sui requisiti patrimoniali minimi un possibile approccio consisterebbe nel riconoscere esplicitamente che nel tempo il valore delle garanzie è generalmente correlato alla probabilità di insolvenza, cosicché nei periodi in cui le perdite su crediti tendono ad aumentare il valore delle garanzie tende correlativamente a diminuire.

... e i criteri di valutazione possono fungere da stabilizzatori

La terza opzione di vigilanza, basata non su regole predefinite, bensì sulla discrezionalità, consiste nel variare nel tempo i coefficienti prescritti di capitalizzazione e di accantonamento in base all'evoluzione del rischio aggregato. Ciò potrebbe avvenire modificando esplicitamente il requisito patrimoniale minimo applicabile a tutte le banche, oppure attuando i cambiamenti a livello di singole istituzioni attraverso il processo di controllo prudenziale. Entrambi gli approcci potrebbero essere giustificati qualora le autorità di vigilanza ritenessero che le variazioni del rischio aggregato non trovino adeguata rispondenza nelle decisioni delle singole banche. L'innalzamento dei livelli di capitalizzazione e di accantonamento in periodo di boom potrebbe contribuire a ritardare la formazione di squilibri finanziari rendendo più costosa l'erogazione del credito, e rafforzerebbe le difese del sistema bancario contro un'eventuale svolta recessiva. Tale risposta potrebbe essere considerata coerente con un'accresciuta enfasi sulla dimensione macroprudenziale della regolamentazione finanziaria.

I requisiti prudenziali potrebbero essere modificati nel corso del tempo ...

La manovra discrezionale dei requisiti patrimoniali e di accantonamento nel corso del tempo pone tuttavia vari problemi. Primo fra tutti è quello dell'individuazione del ciclo pertinente. Un altro è la possibilità che tali aggiustamenti generino "moral hazard". Infatti, qualora gli operatori del settore privato maturassero la convinzione che le autorità hanno adottato un regime che prevede un aggiustamento sistematico degli strumenti di vigilanza al fine di contenere l'esposizione complessiva del sistema finanziario, essi potrebbero prestare minore attenzione alla valutazione del rischio aggregato. Inoltre, se dovesse comunque prodursi un episodio di instabilità finanziaria, le autorità potrebbero sentirsi in parte colpevoli per non aver aggiustato tempestivamente gli strumenti prudenziali, con la conseguenza che esse sarebbero probabilmente più inclini a promuovere interventi di salvataggio pubblico che a imporre le necessarie misure correttive. Per giunta, potrebbe essere intaccata la reputazione delle autorità, e con essa la loro capacità di assolvere i propri compiti.

... ma ciò comporta particolari problemi per le autorità ...

A un livello più pratico, sorgono poi molti difficili quesiti sul piano attuativo. Ad esempio, le variazioni andrebbero applicate alla totalità delle banche oppure a livello di istituzioni singole nel quadro del controllo prudenziale? In quest'ultimo caso, dovrebbero riguardare le banche maggiormente esposte al ciclo, oppure soltanto quelle più importanti dal punto di vista sistemico? In che modo le autorità compirebbero le necessarie valutazioni, e come le difenderebbero pubblicamente? Infine, non vi è il rischio che tale manovra prudenziale spinga i finanziamenti verso il settore non regolamentato? La

... sebbene non vadano escluse variazioni occasionali

difficoltà di dare una risposta a tali questioni rende di fatto problematica per le autorità di vigilanza una variazione frequente dei requisiti minimi di capitale e di accantonamento al fine di ridurre l'ampiezza dei cicli finanziari. Esse non dovrebbero tuttavia escludere una loro variazione su base occasionale.

Politica monetaria

Anche la politica monetaria può essere impiegata in risposta ai cicli finanziari ...

Anche la politica monetaria può, in linea di principio, essere impiegata per affrontare i cicli finanziari. La ragione sottostante è semplice. L'espansione del credito costituisce un ingrediente essenziale della formazione di squilibri nel sistema finanziario e di una concomitante sovraccumulazione o allocazione distorta del capitale fisico. Come si è già osservato, la stabilità del livello generale dei prezzi di beni e servizi può non essere un presidio sufficiente contro tali eccessi e, di conseguenza, contro il rischio di instabilità finanziaria. Negli attuali regimi di moneta fiduciaria, a differenza di quanto avveniva in quelli basati sulla moneta-merce, come il gold standard, il principale vincolo esogeno alla creazione di credito nella sfera monetaria è la funzione di reazione delle autorità, tipicamente nella forma della manovra dei tassi d'interesse ufficiali. E se tale funzione di reazione non comprende una risposta al formarsi di squilibri finanziari, questi ultimi possono essere involontariamente assecondati.

... ma ciò pone difficili problemi, come ...

Tale argomentazione, tuttavia, fa sorgere una serie di questioni spinose, come l'individuazione dei potenziali squilibri, la compatibilità dell'obiettivo della stabilità finanziaria con quello della stabilizzazione dei prezzi e l'efficacia della manovra dei tassi d'interesse nel correggere gli squilibri finanziari.

... l'individuazione degli squilibri finanziari ...

Per quanto riguarda l'individuazione degli squilibri, la situazione delle autorità monetarie è sostanzialmente simile a quella degli organi di vigilanza. Entrambe le istanze incontrano notevoli problemi nell'individuare gli squilibri ex ante. Nondimeno, una differenza è che, laddove la banca centrale non esplica funzioni di vigilanza, essa potrebbe non disporre di adeguate informazioni prudenziali. Non è peraltro del tutto chiaro quanto analitici debbano essere i dati sulle singole istituzioni affinché si possano discernere gli squilibri più generalizzati che sono tipicamente alla radice di instabilità sistemiche. Nella misura in cui tali informazioni sono importanti, potrebbero essere attivati meccanismi per la loro trasmissione alla banca centrale. Un'altra possibile differenza è che, in ragione delle sue responsabilità di portata generale in ordine alla stabilità macroeconomica, la banca centrale potrebbe di fatto avere una più acuta percezione delle interazioni complessive in atto fra il sistema finanziario e la macroeconomia.

... la risoluzione di possibili conflitti con altri obiettivi ...

La seconda questione è se il ricorso alla manovra dei tassi d'interesse non sia potenzialmente in conflitto con l'obiettivo di stabilità dei prezzi perseguito dalla banca centrale. Nel corso degli ultimi anni molte banche centrali hanno adottato un approccio in base al quale il tasso guida è posto a un livello atto ad assicurare che l'inflazione attesa nell'orizzonte temporale prescelto sia uguale o vicina al valore di obiettivo. Secondo un'interpretazione restrittiva di tale approccio, la banca centrale dovrebbe reagire agli sviluppi nel settore finanziario soltanto se questi influiscono sulle previsioni di inflazione. In un'accezione più ampia, per contro, sono concepibili circostanze in

cui il formarsi di squilibri finanziari renderebbe opportuno il posizionamento dei tassi d'interesse a un livello più alto di quello giustificato dalle prospettive inflazionistiche immediate. La logica di una tale linea d'azione sarebbe che, contenendo gli squilibri finanziari, la banca centrale potrebbe contribuire a evitare l'instabilità finanziaria futura e fors'anche una conseguente discesa dell'inflazione al disotto del valore di obiettivo. Sebbene i più elevati tassi d'interesse possano avere come "costo" una certa deviazione dell'inflazione dal valore programmato nel breve periodo, la manovra potrebbe essere considerata coerente con il conseguimento della stabilità dei prezzi su un arco temporale più esteso.

Forse la situazione in cui è più chiaro il potenziale conflitto fra la stabilità finanziaria e un'interpretazione restrittiva dell'approccio basato su obiettivi di inflazione si ha quando sviluppi favorevoli dal lato dell'offerta si traducono in una forte crescita economica, in un calo dell'inflazione e in aspettative oltremodo ottimistiche circa il futuro. In un siffatto contesto il saggio di rendimento reale del capitale, e quindi il tasso d'interesse "naturale" (o Wickselliano), è verosimilmente aumentato. Eppure, il quadro di riferimento su cui si basa l'obiettivo di inflazione potrebbe di fatto richiedere una riduzione dei tassi d'interesse (Capitolo IV). È tuttavia possibile che tale riduzione non faccia altro che rafforzare l'ondata di ottimismo, specie se la banca centrale gode di una solida credibilità, contribuendo in definitiva ad ampliare ancor più gli squilibri finanziari.

D'altra parte, seppure in queste circostanze possano essere opportuni tassi d'interesse più elevati, una manovra in questo senso può dar luogo a considerevoli problemi di economia politica. Dato il modo in cui viene correntemente interpretato il corso della politica monetaria, per la banca centrale potrebbe non essere facile spiegare al pubblico in maniera convincente che ha innalzato i tassi per ragioni di stabilità finanziaria qualora non vi siano evidenti pressioni inflazionistiche. Inoltre, nel caso in cui riesca a moderare gli eccessi finanziari, la banca centrale rischia di essere criticata per aver intaccato quello che a molti appariva come un boom robusto e sostenibile.

Per converso, una riduzione dei tassi d'interesse ai fini della stabilità finanziaria non sembra presentare problemi di questo tipo. Di qui il pericolo di una risposta asimmetrica, per cui le banche centrali diminuiscono rapidamente i tassi non appena una turbativa finanziaria è superata, mentre sono riluttanti ad aumentarli quando gli squilibri si stanno accumulando. Questo fatto può incoraggiare l'assunzione del rischio, in quanto il pubblico si aspetta che la politica monetaria venga "in soccorso" del sistema finanziario ogniqualvolta si produce una turbativa.

Una terza questione concerne l'efficacia dei più alti tassi d'interesse nel contenere gli squilibri finanziari. Da un lato, la manovra di politica monetaria può essere preferita agli strumenti di vigilanza per il motivo che l'innalzamento dei tassi interesserebbe indistintamente le istituzioni regolamentate e non. Dall'altro, un incremento relativamente modesto dei tassi potrebbe essere addirittura controproducente qualora suscitasse un'accresciuta fiducia nell'impegno antinflazionistico della banca centrale e, con ciò, aspettative ancor più ottimistiche riguardo al futuro. È pertanto possibile che occorran

... e l'efficacia degli interventi

forti incrementi dei tassi d'interesse per ottenere risultati apprezzabili. Ma l'effetto di tali incrementi sarebbe difficile da prevedere. Inoltre, a meno di una pronta correzione in senso inverso allorché gli squilibri cominciano a recedere, ne potrebbe conseguire una severa recessione, con un'economia gravata dall'effetto congiunto di prezzi calanti delle attività e tassi d'interesse elevati.

Queste difficoltà implicano che, così come la manovra degli strumenti di vigilanza, l'impiego della politica monetaria al fine specifico di contenere gli squilibri finanziari richiede grande cautela. Esse tuttavia non devono necessariamente escludere un utilizzo sporadico della leva monetaria a questo scopo.

Nel definire la risposta delle autorità è importante il coordinamento

Nel formulare una qualsiasi risposta ufficiale è particolarmente importante il coordinamento fra le istanze cui competono differenti responsabilità. Nella maggior parte dei paesi i vari strumenti dianzi esaminati non sottostanno al controllo di un'unica istituzione. La vigilanza prudenziale è spesso esercitata al di fuori della funzione monetaria, e altri organi ancora stabiliscono le norme in materia di imposte, contabilità e informativa pubblica. Si aggiunga che non tutte queste istanze hanno come obiettivo fondamentale la stabilità finanziaria. Senza il necessario coordinamento fra le banche centrali e le autorità prudenziali, fiscali e contabili vi è il pericolo che difettino le risposte appropriate di parte ufficiale ove se ne presenti il bisogno.