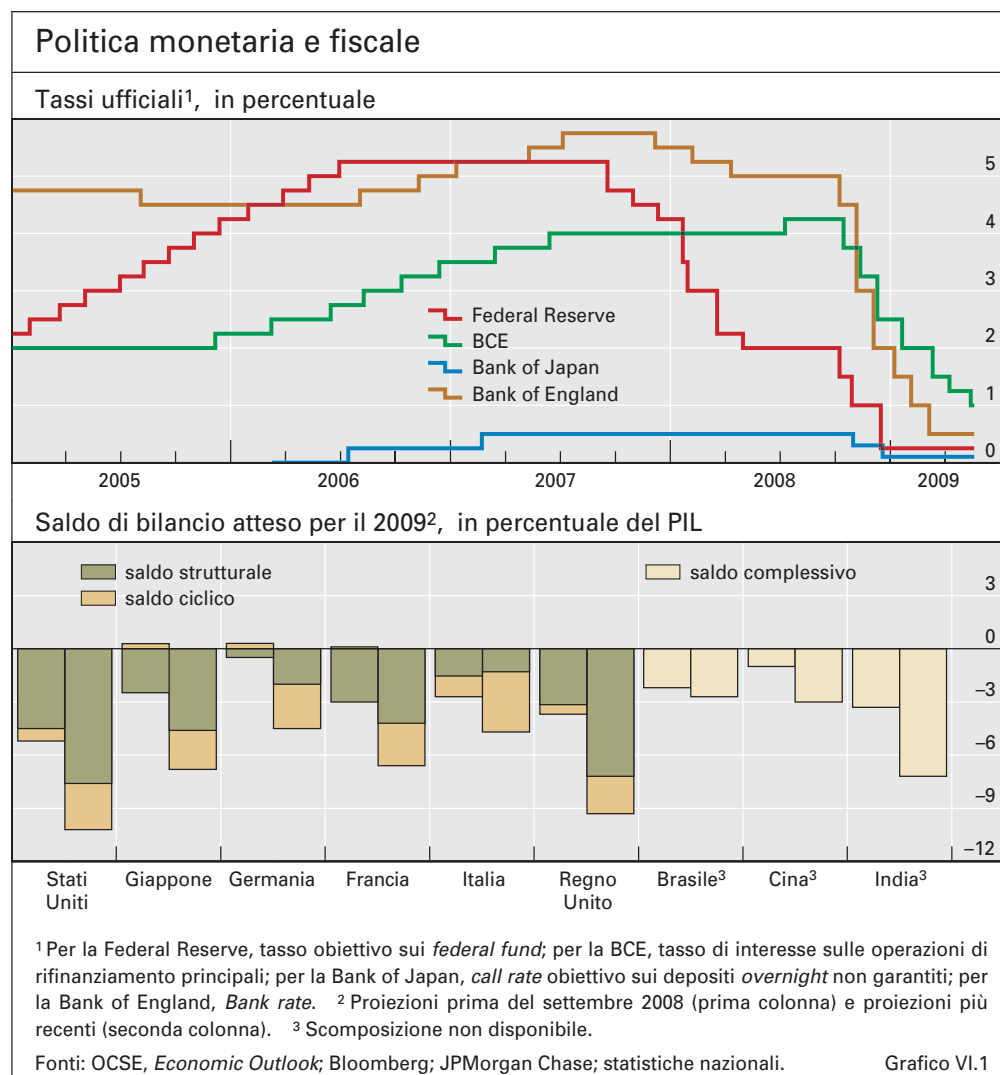


## VI. Le risposte di politica economica alla crisi

L'intensificarsi della crisi finanziaria globale durante la terza fase, nel settembre-ottobre 2008, e la successiva repentina contrazione dell'economia mondiale nel corso della quarta (cfr. la tabella I.1 per una sintesi delle varie fasi della crisi) hanno innescato una reazione senza precedenti da parte delle autorità. Le banche centrali in tutto il mondo hanno ridotto drasticamente i tassi ufficiali, in molti casi a livelli prossimi allo zero (grafico VI.1, diagramma superiore). In situazioni normali, ne sarebbe derivato un potente stimolo all'attività economica, ma lo stato di disfunzione del sistema finanziario ha gravemente indebolito l'effetto dei tagli. Le principali banche centrali hanno quindi fatto ricorso a misure aggiuntive. Nello stesso tempo, una prima ondata di piani di salvataggio bancari, resi noti nell'ultimo trimestre 2008, si è rivelata insufficiente a stabilizzare il sistema finanziario. I governi si sono pertanto visti costretti a



modificarne le condizioni e ad ampliarne la portata. Verso la fine dello stesso anno è apparso sempre più evidente che né le misure di politica monetaria né i piani di salvataggio sarebbero bastati a impedire una brusca contrazione dell'economia reale. Le autorità hanno pertanto reagito con l'introduzione di ampie manovre di stimolo fiscale a sostegno della domanda aggregata (grafico VI.1, diagramma inferiore).

L'eccezionale deterioramento delle prospettive economiche a cavallo tra il 2008 e il 2009 richiedeva manifestamente l'adozione di programmi straordinari di intervento, esaminati in maggior dettaglio nelle tre successive sezioni del Capitolo. Al momento di andare in stampa non era ancora chiaro se queste misure sarebbero riuscite a generare una crescita duratura. I principali motivi di dubbio al riguardo, discussi nella sezione finale, originano dagli scarsi progressi compiuti nell'affrontare i problemi di fondo del settore finanziario e dai rischi connessi con le politiche fiscali e monetarie espansive adottate nel periodo in esame.

## Politica monetaria

A metà 2008, in un contesto di turbolenza finanziaria, le banche centrali hanno dovuto far fronte al duplice problema di una crescita economica più lenta e di un'inflazione persistentemente alta. L'entità e il ritmo del rallentamento sono stati diversi a seconda dei paesi. Nelle maggiori economie avanzate la crescita dell'economia era relativamente sostenuta agli inizi del 2008, ma ha assunto valori negativi verso metà anno (Capitolo IV). L'area emergente ha continuato a beneficiare di una crescita solida, anche se le economie orientate alle esportazioni dell'Est asiatico e dell'Europa centrale hanno dato segni di cedimento prima ancora della crisi di fiducia subentrata in settembre e ottobre (Capitolo V). Quasi ovunque, i tassi di inflazione superavano nettamente gli obiettivi (impliciti o espliciti) a seguito del forte rincaro dei prodotti alimentari ed energetici durante il primo semestre 2008.

In tali circostanze la scelta di una risposta appropriata di politica monetaria era indubbiamente complessa. Col senno di poi, si può affermare che a metà 2008 le autorità hanno sottostimato l'intensità del rallentamento e il vigore delle risultanti forze disinflazionistiche. Anche se l'indebolimento della crescita avrebbe prima o poi creato il sottoimpiego di risorse necessario a stabilizzare i prezzi, poche banche centrali si aspettavano che l'inflazione sarebbe calata prima della fine del 2009. Nel contempo, vi era il reale pericolo che il perdurare di un'alta inflazione si traducesse in un saldo ancoraggio verso l'alto delle aspettative inflazionistiche, con il risultato di una maggiore traslazione dei corsi delle materie prime ad altri prezzi e ai salari. Di conseguenza, le banche centrali dei paesi sia avanzati sia emergenti hanno deciso di mantenere stabili i tassi ufficiali oppure di innalzarli.

Il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre – cui hanno fatto seguito settimane di tensioni estreme nei mercati creditizi, minacce sempre più imponenti per la stabilità delle principali istituzioni finanziarie e crescenti contraccolpi sull'attività economica – ha segnato un punto di svolta per l'economia mondiale e la politica monetaria. L'8 ottobre, con l'annuncio di un taglio simultaneo dei

Il rallentamento della crescita e l'alta inflazione a metà 2008 ...

... complicano le scelte di *policy*

Rapide riduzioni dei tassi ufficiali dopo il fallimento di Lehman Brothers

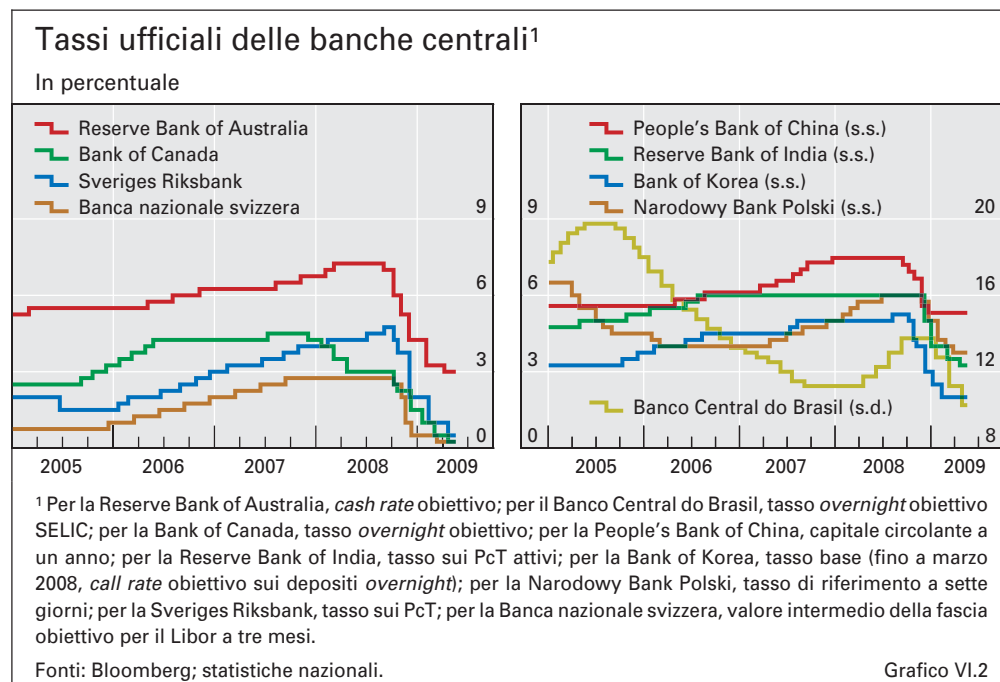
tassi ufficiali, sei tra le maggiori banche centrali hanno avviato per la prima volta nella storia una tornata di interventi coordinati sui tassi di interesse. Anche altre banche centrali in tutto il mondo hanno iniziato a ridurre rapidamente i tassi (grafico VI.1, diagramma superiore e grafico VI.2). La caduta mondiale del prodotto e dell'inflazione nell'ultimo trimestre 2008 e agli inizi del 2009 ha sopravanzato di gran lunga i rischi al ribasso per la crescita individuati solo pochi mesi prima. A fine maggio 2009, Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, Bank of Canada, Sveriges Riksbank e Banca nazionale svizzera avevano abbassato i tassi ufficiali in prossimità dello zero. Tra settembre 2008 e maggio 2009 la Banca centrale europea ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 3¼ punti percentuali, mantenendolo peraltro su livelli ancora distanti dalla soglia zero. Nondimeno, l'abbondante offerta di riserve presso la banca centrale a partire dalla fine del 2008 ha spinto i tassi *overnight* in prossimità di quello applicato sui depositi presso la BCE, e quindi non lontano da zero. Anche molte banche centrali delle economie emergenti hanno abbassato i tassi di interesse, pur partendo da livelli molto più alti.

La fuga di capitali all'estero riduce i margini di manovra in alcuni paesi

Non tutte le banche centrali disponevano di margini di manovra per ridurre i tassi ufficiali. La fuga di capitali all'estero ha costretto le autorità monetarie di Islanda, Russia e Ungheria a manovre restrittive verso la fine del 2008, nonostante il calo dell'inflazione e il deteriorarsi dell'economia reale, sebbene nei mesi successivi sia iniziata una graduale riduzione dei tassi.

Le disfunzioni del sistema finanziario ...

Malgrado il rapido e consistente allentamento della politica monetaria dopo il fallimento di Lehman Brothers, in molti paesi si sono fatti più evidenti i limiti della politica di tasso di interesse. Le tensioni nei mercati finanziari e l'aumento dei premi per il rischio di credito e di liquidità (Capitolo II) hanno compromesso il meccanismo di trasmissione. Ad esempio, i rendimenti delle obbligazioni societarie sono aumentati nonostante il forte calo dei tassi ufficiali. Le banche hanno generalmente trasferito alla clientela il ribasso dei



costi di rifinanziamento, ma hanno anche inasprito sensibilmente i criteri di fido, neutralizzando così l'impatto dei tagli del tasso ufficiale sulle condizioni finanziarie complessive (Capitolo IV).

Allorché i tassi ufficiali hanno raggiunto livelli storicamente bassi in molti paesi, la soglia zero dei tassi nominali è divenuta un limite vincolante che ha impedito di applicare le regole di politica monetaria secondo cui, alla luce del crescente *output gap* e del calo dell'inflazione, i tassi nominali sarebbero dovuti essere negativi in molte economie avanzate. Inoltre, varie considerazioni hanno indotto le banche centrali a non ridurre ulteriormente i tassi dopo averli portati a un livello leggermente superiore a zero. Essendo in genere inferiori, i tassi sui depositi bancari possono scendere a zero anche se quelli del mercato monetario sono ancora positivi. Se ciò avviene, ulteriori riduzioni dei tassi di mercato non possono essere trasmesse alle famiglie e alle imprese, giacché le banche devono mantenere un margine fra tassi attivi e passivi per preservare la redditività. Analogamente, qualora i tassi scendano a un dato livello, potrebbero cessare di essere profittevoli anche i fondi comuni del mercato monetario.

... e i vincoli della soglia zero limitano l'efficacia della politica di tasso di interesse

#### *Ampliamento del campo di azione delle banche centrali*

In tale contesto, molte banche centrali hanno adottato ulteriori misure per migliorare il funzionamento dei mercati del credito e allentare le condizioni finanziarie. Data l'ampiezza senza precedenti dell'azione posta in essere in molti paesi, può essere utile inquadrare in uno schema generale di valutazione i vari aspetti delle risposte fornite dalle autorità monetarie.

Uno schema generale di valutazione degli interventi delle autorità

Al giorno d'oggi la conduzione della politica monetaria avviene in genere con l'ausilio di obiettivi di tasso di interesse a brevissimo termine. Questo approccio si basa su due elementi principali: la segnalazione dell'indirizzo monetario desiderato mediante l'annuncio di un tasso di interesse chiave (il tasso ufficiale)<sup>1</sup>; le operazioni di gestione della liquidità in senso lato – ossia le operazioni riguardanti vari aspetti del quadro operativo, tra cui scadenze, prezzo e requisiti di garanzia per la liquidità della banca centrale – che assecondano l'indirizzo perseguito mantenendo il tasso di mercato di riferimento in linea con il tasso ufficiale. Di norma, le operazioni di gestione della liquidità sono concepite e attuate in modo tale da assicurare che agiscano solo sullo specifico tasso di mercato prescelto. In questo modo, esse svolgono una funzione di supporto, senza avere ripercussioni o rilevanza informativa ai fini dell'orientamento di politica monetaria.

Le operazioni di liquidità in tempi normali ...

Tuttavia, le operazioni di gestione della liquidità possono essere anche impiegate per influenzare deliberatamente determinati elementi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, come i prezzi delle attività, i rendimenti e le condizioni di finanziamento, *in aggiunta* all'impatto esercitato dal tasso ufficiale. In questo senso, le operazioni di liquidità cessano di svolgere un ruolo meramente passivo per diventare parte integrante dell'orientamento

... e in periodi di tensione

<sup>1</sup> Il tasso ufficiale può assumere la forma di un tasso direttamente manovrato dalla banca centrale con le sue operazioni, come il tasso minimo di offerta della BCE, o può semplicemente rappresentare l'obiettivo annunciato per un tasso di mercato, come il tasso obiettivo sui *federal fund* della Federal Reserve.

monetario complessivo. Tali operazioni comportano di norma sostanziali variazioni nei bilanci delle banche centrali, in termini di dimensioni, composizione e profilo di rischio, e verranno di seguito indicate come *operazioni di bilancio* della banca centrale.

Le operazioni di bilancio variano in base al mercato obiettivo ...

Si possono distinguere varie forme di operazioni di bilancio in base al particolare mercato cui sono indirizzate. La più comune e nota è rappresentata dagli interventi valutari sterilizzati, che prevedono la vendita o l'acquisto di valuta, allo scopo di influenzare il livello del tasso di cambio, indipendentemente dal tasso ufficiale che definisce l'orientamento della politica monetaria. Ma nella crisi attuale le operazioni di bilancio sono state impiegate anche per agire sui tassi del mercato monetario a termine, sui rendimenti di titoli pubblici a lunga scadenza e su vari premi per il rischio. Mentre le motivazioni, i meccanismi sottostanti, i canali di trasmissione e le implicazioni di bilancio sono analoghi a quelli degli interventi valutari, la *scelta del mercato* è atipica e in alcuni casi non ha precedenti. È questo a rendere "non convenzionali" le recenti operazioni delle banche centrali, e non tanto l'approccio complessivo mirante a influenzare determinati elementi del meccanismo di trasmissione, in aggiunta all'azione del tasso ufficiale.

... e possono essere effettuate indipendentemente dal livello dei tassi di interesse

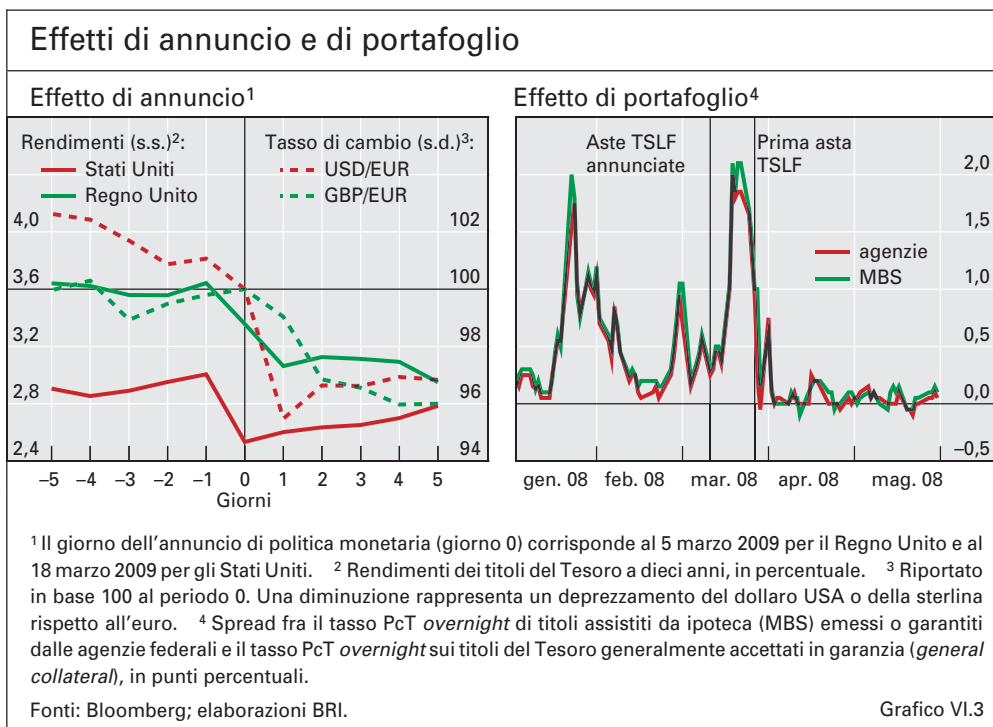
Un'importante caratteristica delle operazioni di bilancio è che possono essere attuate *indipendentemente* dal livello di tasso di interesse prevalente. Gli interventi valutari, per esempio, seguono regolarmente questo principio. Finché le banche centrali sono in grado di effettuare operazioni compensative sui conti di riserva, né l'aumento delle disponibilità né la loro nuova composizione pregiudicheranno necessariamente la capacità della banca centrale di mantenere i tassi ufficiali in linea con l'obiettivo. Di fatto, molte banche centrali asiatiche intervenute attivamente sui mercati dei cambi negli anni recenti sono riuscite a centrare gli obiettivi ufficiali di tasso di interesse nonostante la rilevante espansione dei rispettivi bilanci.

Le operazioni di bilancio si esplicano in effetti di annuncio ...

In linea generale, la trasmissione degli effetti delle operazioni di bilancio avviene attraverso due canali principali. Il primo consiste nell'invio di un effetto segnaletico analogo a quello impiegato per conseguire obiettivi di tasso a breve termine. In questo caso, le operazioni intraprese dalla banca centrale o il loro annuncio influenzano le aspettative del pubblico in merito a fattori fondamentali che sono alla base della valutazione di mercato di un'attività. Tali fattori riguardano il futuro corso della politica monetaria, l'inflazione, la scarsità relativa di talune attività o il loro profilo di rischio e di liquidità. Ad esempio, l'annuncio che la banca centrale è disposta a impegnarsi in operazioni riguardanti attività illiquide può di per sé accrescere la fiducia degli investitori in tali strumenti, riducendo così i premi per il rischio di liquidità e stimolando l'attività di negoziazione. L'effetto di annuncio può essere alquanto potente, come mostra il brusco calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza e dei tassi di cambio negli Stati Uniti e nel Regno Unito dopo che la Federal Reserve e la Bank of England avevano annunciato progetti di acquisto di titoli pubblici in via definitiva (grafico VI.3, diagramma di sinistra; cfr. il Capitolo II per ulteriori esempi).

... e di portafoglio

Il secondo canale (una versione ampliata dell'effetto di portafoglio tradizionale) opera attraverso l'impatto che le operazioni della banca centrale



esercitano sulla composizione dei portafogli del settore privato. Quando le attività non sono perfettamente succedanee, le variazioni nella loro offerta relativa dovute alle operazioni della banca centrale modificano sostanzialmente la composizione dei portafogli. Di conseguenza, i rendimenti relativi devono in genere cambiare, il che potrebbe a sua volta influire sull'economia reale. Nella misura in cui questo processo sfocia in un consolidamento dei bilanci e un incremento di valore delle garanzie collaterali e della ricchezza netta, esso potrebbe contribuire ad allentare le restrizioni creditizie, abbassare i premi sul finanziamento esterno e quindi rilanciare l'intermediazione del settore privato. Per esempio, se le banche scambiano strumenti privati rischiosi con crediti a rischio zero verso il settore pubblico, il conseguente miglioramento del profilo di rischio complessivo dei bilanci bancari può rafforzare la volontà e capacità delle banche di erogare credito.

Una chiara esemplificazione di questo effetto di portafoglio nelle circostanze attuali è data dall'impatto esercitato dalla Term Securities Lending Facility (TSLF) della Federal Reserve sui differenziali di tasso tra i finanziamenti pronti contro termine garantiti da titoli del Tesoro e quelli garantiti da titoli di altro tipo, che misurano la scarsità relativa dei due tipi di garanzie. L'efficacia di tali operazioni di prestito in titoli deriva direttamente dal loro effetto sull'offerta relativa di collaterale nel mercato. In questo senso, la constatazione che i differenziali sul finanziamento PcT sono scesi solo dopo che la TSLF è entrata in funzione – e non al momento del suo annuncio – evidenzia l'influsso esercitato dall'effetto di portafoglio, chiaramente distinto da quello dell'effetto segnalatico (grafico VI.3, diagramma di destra).

È tuttora in corso un dibattito sulla rilevanza che la particolare struttura del passivo della banca centrale riveste per l'efficacia delle operazioni di bilancio. Ad esempio, il punto focale dell'allentamento quantitativo – termine

Allentamento  
quantitativo e  
allentamento  
creditizio

impiegato per descrivere le operazioni condotte dalla Bank of Japan tra il 2001 e il 2006 – è l'espansione delle riserve bancarie, che figurano dal lato del passivo. Le operazioni di allentamento creditizio condotte dalla Federal Reserve nel periodo attuale, invece, interessano direttamente la composizione dell'attivo del bilancio della banca centrale e l'influsso che ne deriva sulle condizioni creditizie del settore privato. Nell'ottica dell'allentamento quantitativo, le riserve bancarie rivestono un'importanza particolare sia per la loro capacità di agire da catalizzatore dell'attività creditizia delle banche sia perché contribuiscono alla stabilità e fiducia del mercato. L'allentamento creditizio, viceversa, non annette particolare rilevanza alle riserve bancarie, considerando implicitamente le varie forme del passivo della banca centrale come stretti succedanei non solo l'una dell'altra ma anche nei confronti di talune tipologie di debito pubblico. In questa prospettiva, le modalità di finanziamento delle operazioni di bilancio – siano esse emissioni di effetti, collocamento di buoni del Tesoro a breve con deposito dei proventi presso la banca centrale, ovvero un semplice aumento delle riserve bancarie (che potrebbero essere fruttifere) – sono di importanza secondaria sotto il profilo dell'efficacia. Ovviamente, anche le politiche di comunicazione differiscono sensibilmente tra i due approcci.

#### *Rassegna delle risposte delle banche centrali alla crisi*

Le banche centrali adottano tre tipi di provvedimenti:

Il quadro concettuale sopra delineato può essere utilmente impiegato per valutare le misure anticrisi finora adottate dalle banche centrali. In particolare, gli interventi possono essere suddivisi in tre ampie categorie a seconda dei loro obiettivi immediati (tabella VI.1). La prima categoria consiste nelle misure volte ad assicurare che il tasso di mercato sia allineato al tasso ufficiale, la seconda comprende le iniziative volte ad allentare le tensioni nei mercati interbancari all'ingrosso e la terza raggruppa gli interventi destinati a sostenere mercati creditizi specifici – specie quelli non bancari – e ad alleggerire più in generale le condizioni finanziarie. Essendo dirette a particolari segmenti del meccanismo di trasmissione, in aggiunta al tradizionale obiettivo di tasso di interesse, le operazioni delle ultime due categorie rientrano nell'ambito delle operazioni di bilancio.

operazioni finalizzate all'obiettivo di tasso di interesse;

Relativamente alla prima categoria, il perseguimento di obiettivi di tasso di interesse ha perlopiù comportato un'offerta più flessibile di riserve, in termini sia quantitativi che di frequenza, per far fronte all'accresciuta instabilità della domanda. Al fine di ancorare i tassi a breve termine all'obiettivo ufficiale, la Bank of England e la Federal Reserve hanno altresì ridotto l'ampiezza del corridoio effettivo per i tassi *overnight*, modificando quelli applicati alle operazioni di fine giornata attivabili su iniziativa delle controparti. Nello stesso tempo, le banche centrali hanno dovuto potenziare la loro capacità di riassorbire riserve in eccesso per neutralizzare l'impatto esercitato sui tassi *overnight* dalla forte espansione delle operazioni. Come rispecchiato dalla composizione del passivo delle banche centrali, questa manovra è stata attuata in vari modi (grafico VI.4). La Bank of England e la Banca nazionale svizzera hanno proceduto all'emissione di titoli, la BCE e la Reserve Bank of Australia hanno fatto ricorso in misura crescente all'accettazione di depositi fruttiferi e la Federal



| Risposte delle banche centrali alla crisi                                      |  |                 |                 |                |                 |                 |                 |                 |
|--|--|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Obiettivi  | Misure adottate  | Fed             | BCE             | BoE            | BoJ             | BoC             | RBA             | BNS             |
| Perseguire l'orientamento ufficiale di politica monetaria                      | Operazioni straordinarie di <i>fine-tuning</i>                               | ✓               | ✓ <sup>1</sup>  | ✓              | ✓               | ✓               | ✓               | ✓               |
|  | Modifica della riserva obbligatoria  |                 |                 | ✓ <sup>2</sup> |                 |                 |                 |                 |
|  | Restringimento del corridoio dei tassi <i>overnight</i>                      | ✓ <sup>3</sup>  | ✓               | ✓              |                 |                 |                 |                 |
|  | Pagamento di interessi sulle riserve   | ✓               |                 |                | ✓ <sup>4</sup>  |                 |                 |                 |
|  | Aumento di depositi del Tesoro   | ✓               |                 |                |                 | ✓               |                 |                 |
| Influenzare le condizioni del mercato interbancario all'ingrosso               | Depositi o titoli a breve della banca centrale                               |                 | ✓               | ✓              | ✓               |                 | ✓               | ✓               |
|  | Modifica dello sportello di sconto   | ✓ <sup>5</sup>  |                 | ✓              |                 |                 |                 |                 |
|  | Operazioni straordinarie a lungo termine                                     | ✓               | ✓ <sup>6</sup>  | ✓              | ✓               | ✓               | ✓               | ✓               |
|  | Ampliamento delle garanzie stanziabili                                       | ✓               | ✓               | ✓              | ✓               | ✓               | ✓               | ✓               |
|  | Ampliamento della gamma di controparti                                       | ✓               |                 | ✓              | ✓               | ✓               | ✓               |                 |
|  | Linee di swap in valuta tra banche centrali                                  | ✓               | ✓               | ✓              | ✓               | ✓               | ✓               | ✓               |
| Influenzare il mercato del credito e le condizioni finanziarie più in generale | Introduzione dei prestiti di titoli o allentamento delle relative condizioni | ✓               |                 | ✓              | ✓               | ✓               |                 |                 |
|  | Finanziamento/acquisto/stanziabilità di CP                                   | ✓ <sup>7</sup>  |                 | ✓ <sup>8</sup> | ✓ <sup>9</sup>  | ✓ <sup>10</sup> | ✓ <sup>11</sup> |                 |
|  | Finanziamento/acquisto/stanziabilità di ABS                                  | ✓ <sup>12</sup> | ✓ <sup>13</sup> | ✓ <sup>8</sup> |                 |                 | ✓ <sup>11</sup> |                 |
|  | Finanziamento/acquisto/stanziabilità di obbligazioni societarie              |                 |                 | ✓ <sup>8</sup> | ✓ <sup>14</sup> | ✓ <sup>10</sup> |                 | ✓               |
|  | Acquisto di titoli del settore pubblico                                      | ✓ <sup>15</sup> |                 | ✓ <sup>8</sup> | ✓ <sup>16</sup> |                 |                 |                 |
|  | Acquisto di titoli di altro tipo   |                 |                 |                | ✓ <sup>17</sup> |                 |                 | ✓ <sup>18</sup> |

Fed = Federal Reserve; BCE = Banca centrale europea; BoE = Bank of England; BoJ = Bank of Japan; BoC = Bank of Canada; RBA = Reserve Bank of Australia; BNS = Banca nazionale svizzera. ✓ = sì; spazio bianco = no.

<sup>1</sup> Accumulazione di riserve nella prima parte del periodo di mantenimento. <sup>2</sup> Innalzamento della soglia di remunerazione delle riserve. <sup>3</sup> Abbassamento del tasso di sconto rispetto al tasso obiettivo dei *federal fund*. <sup>4</sup> Interessi sulle riserve eccedentarie (Complementary Deposit Facility). <sup>5</sup> Riduzione del tasso e allungamento delle scadenze; ammissione dei *primary dealer* (Primary Dealer Credit Facility). <sup>6</sup> Compresa la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. <sup>7</sup> Finanziamento degli acquisti di certificati di deposito a breve, *commercial paper* (CP) e *commercial paper* garantita da attività (ABCP) (Money Market Investor Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility and Commercial Paper Funding Facility). <sup>8</sup> Asset Purchase Facility. <sup>9</sup> Aumento della frequenza e del volume delle operazioni pronti contro termine su CP e introduzione di acquisti definitivi di CP. <sup>10</sup> Term Purchase and Resale Agreement Facility for Private Sector Instruments. <sup>11</sup> Accettazione di titoli garantiti da ipoteca residenziale e di ABCP a fronte di operazioni pronti contro termine. <sup>12</sup> Finanziamento degli acquisti di titoli cartolarizzati (ABS) basati su crediti agli studenti, crediti per l'acquisto di auto, saldi attivi su carte di credito e altri prestiti (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). <sup>13</sup> Acquisto di *covered bond*. <sup>14</sup> Ampliamento delle passività societarie stanziabili e introduzione di una linea di credito a fronte di garanzie sotto forma di titoli di debito. <sup>15</sup> Acquisti di obbligazioni del Tesoro, nonché di titoli emessi e/o garantiti dalle agenzie federali di credito ipotecario. <sup>16</sup> Acquisti di titoli del Tesoro giapponese per agevolare l'ordinato svolgimento delle operazioni nel mercato monetario; non finalizzati a influenzare i prezzi dei titoli. <sup>17</sup> Acquisti di titoli azionari detenuti da istituzioni finanziarie. <sup>18</sup> Acquisti di titoli in valuta estera.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella VI.1

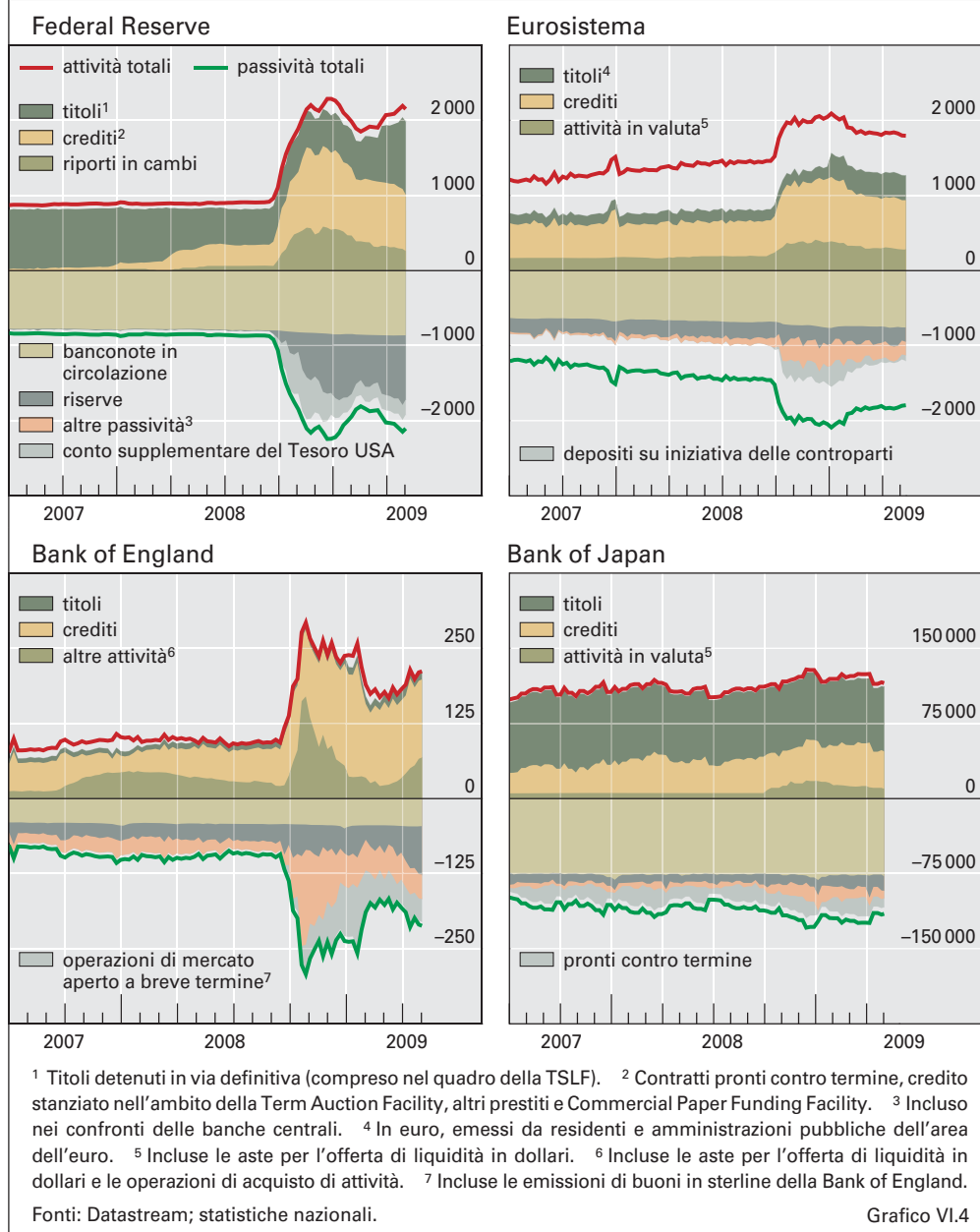
Reserve ha assorbito un maggior volume di depositi dal Tesoro e iniziato a corrispondere interessi sulle riserve.

Il secondo gruppo di misure, preminenti nelle prime due fasi della crisi, mirava a ridurre i differenziali sul mercato interbancario a termine, considerati un indicatore delle tensioni in questo fondamentale segmento di mercato.



## Attività e passività delle banche centrali

In miliardi di unità di moneta nazionale



operazioni per  
allentare le tensioni  
nei mercati  
interbancari  
all'ingrosso;

Questo obiettivo è stato perseguito sia direttamente, fornendo un più ampio volume di finanziamenti a termine per supplire a carenze di offerta sul mercato, sia indirettamente rimuovendo gli ostacoli a una regolare distribuzione delle riserve nel sistema e assicurando l'accesso al finanziamento della banca centrale. A tal fine, sono state allentate le condizioni per l'approvvigionamento di riserve ampliando il novero di garanzie stanziabili e controparti ammesse, allungando la scadenza delle operazioni di rifinanziamento e istituendo linee di swap tra banche centrali per attenuare nei mercati esteri le pressioni sul finanziamento soprattutto in dollari (ma anche in alcune altre valute; cfr. il riquadro VI.A e il Capitolo II). L'utilizzo delle linee di swap ha contribuito in misura significativa all'espansione dei bilanci delle maggiori banche centrali

## Riquadro VI.A – Coordinamento tra le banche centrali durante la crisi

Lo scambio di informazioni con altre autorità monetarie rientra nella prassi quotidiana delle banche centrali. Esse condividono molti aspetti dei loro schemi operativi e concettuali, ed è quindi probabile che adottino misure analoghe nell'affrontare sfide comuni; non è invece usuale che si coordinino esplicitamente fra loro. Benché in passato non fossero infrequenti interventi concertati per limitare le oscillazioni dei cambi, essi sono divenuti ormai rari, quantomeno tra le banche centrali dei paesi industriali.

Per contro, durante l'attuale crisi finanziaria il coordinamento ha assunto dimensioni senza precedenti. Questo riquadro esamina alcune delle ragioni per cui si è optato per interventi coordinati.

### *Interventi coordinati durante la crisi: liquidità e tassi di interesse*

La più intensa azione di coordinamento è stata posta in essere per affrontare la scarsità di finanziamenti in valuta, soprattutto in dollari USA, nei circuiti interbancari<sup>9</sup>. Le tensioni nei mercati monetari del dollaro durante la crisi avevano reso assai difficile la provvista in tale moneta da parte di banche non statunitensi, come mostrano le perturbazioni nei mercati dei riporti in cambi e l'aumento degli spread Libor-OIS (Capitoli II e III). In risposta, la Federal Reserve ha istituito linee di swap con altre banche centrali in Europa al fine di sopperire alla carenza di dollari in questo continente. Dopo il fallimento di Lehman Brothers, l'evidente esigenza di fronteggiare la crescente scarsità di finanziamenti in dollari simultaneamente in tutti i maggiori mercati ha portato a un'estensione quantitativa e geografica delle linee di swap (tabella VI.A). Analoghi provvedimenti hanno interessato in seguito l'euro e il franco svizzero in Europa, mentre in Asia si è ricorso alle linee di swap esistenti per soddisfare il fabbisogno di yen.

### Interventi coordinati delle banche centrali durante la crisi

|   | Dic. 07   | Mar. 08 | Set. 08                             | Ott. 08                      | Nov. 08         | Gen. 09 | Feb. 09 |
|---|---|---------|-------------------------------------|------------------------------|-----------------|---------|---------|
| Approvvigionamento di liquidità (valuta)    | <b>Politica di liquidità</b><br>Annuncio di linee di swap con le banche centrali di:                                |         |                                     |                              |                 |         |         |
| Federal Reserve (USD)                       | CH, XM  |         | JP, GB,<br>AU, CA,<br>DK, NO,<br>SE | BR, KR,<br>MX, NZ,<br>SG     |                 |         |         |
| Banca nazionale svizzera (CHF)              |   |         |                                     | XM                           | PL              | HU      |         |
| BCE (EUR)                                   |   |         |                                     | DK, HU <sup>1</sup>          | PL <sup>1</sup> |         |         |
| Banche centrali nordiche (EUR) <sup>2</sup> |   | IS      |                                     |                              |                 |         |         |
| Riksbank (SEK)                              |   |         |                                     |                              |                 |         | EE      |
|   | <b>Politica di tasso di interesse</b><br>Riduzione congiunta del tasso ufficiale da parte delle banche centrali di: |         |                                     |                              |                 |         |         |
|   |   |         |                                     | CA, XM,<br>CH, SE,<br>GB, US |                 |         |         |

AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; DK = Danimarca; EE = Estonia; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; IS = Islanda; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PL = Polonia; SE = Svezia; SG = Singapore; US = Stati Uniti; XM = area dell'euro.

Nel dicembre 2008 la Bank of Japan ha ampliato la linea di swap bilaterale JPY/KRW esistente con la Bank of Korea. Nell'aprile 2009 la Bank of England, la BCE, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera hanno annunciato linee di swap allo scopo di fornire all'occorrenza fondi in moneta nazionale alla Federal Reserve.

<sup>1</sup> Sulla base di operazioni pronti contro termine. <sup>2</sup> Danimarca, Norvegia e Svezia.

Fonte: statistiche nazionali.

Tabella VI.A

Sebbene le politiche di tasso di interesse non siano solitamente oggetto di coordinamento, l'8 ottobre 2008 alcune banche centrali dei paesi industriali hanno deciso, in una mossa senza precedenti, di annunciare congiuntamente il taglio dei tassi di interesse.

#### *Motivazioni all'origine del coordinamento*

L'approvvigionamento di valuta attraverso le linee di swap presenta vantaggi per entrambi le parti. Ad esempio, nel far fronte alla carenza di dollari USA delle banche estere la Federal Reserve ha potuto al tempo stesso rafforzare il controllo sui tassi applicati al finanziamento in dollari nei mercati monetari e ridurre il rischio di "vendite di emergenza" di attività in dollari da parte di istituzioni estere. Di fatto, nelle sue operazioni sull'interno la Federal Reserve forniva già liquidità in dollari alle affiliate statunitensi di banche estere attraverso una serie di programmi. Tuttavia, ove avesse voluto estendere la distribuzione diretta di liquidità a banche estere in altre fasce orarie e giurisdizioni, avrebbe dovuto istituire meccanismi di finanziamento addizionali, che avrebbero comportato anche una modifica della lista di attività stanziabili in garanzia e la valutazione del rischio di credito delle nuove controparti. Viceversa, mediante le linee di swap con altre banche centrali la Federal Reserve ha potuto avvalersi delle infrastrutture già predisposte dalle sue omologhe estere per erogare credito alle rispettive istituzioni finanziarie interne, compresi i sistemi di regolamento e di monitoraggio delle controparti e delle garanzie. L'attività creditizia per il tramite delle banche centrali estere contribuiva anche a conformare le operazioni di sostegno della liquidità alla vigilanza prudenziale di tali istituzioni.

Per le banche centrali estere la carenza di finanziamenti in valuta delle controparti interne rischiava di destabilizzare il sistema finanziario nazionale. In realtà, esse potevano smobilizzare le riserve ufficiali in essere o impiegare fondi in valuta mutuati sul mercato, ma tali strategie presentano scarsa attrattiva in periodi di crisi allorché le riserve ufficiali sono limitate e i mercati dei cambi deteriorati. Ciò spiega la preferenza delle banche centrali per l'attivazione di linee reciproche di swap.

Infine, le autorità monetarie potrebbero voler manifestare la disponibilità a cooperare durante una crisi globale, così da infondere fiducia. È questa in effetti la spiegazione più plausibile alla base delle riduzioni concertate dei tassi decise nell'ottobre 2008.

#### *Consuntivo*

Secondo molti operatori l'ampliamento delle linee di swap ha migliorato le condizioni di finanziamento a termine<sup>2</sup>. Di fatto, il loro utilizzo effettivo ha raggiunto un massimo verso la fine di ottobre per poi decrescere progressivamente, mentre alcune banche centrali non hanno mai realmente attinto a tali linee. Le deviazioni nel mercato degli swap valutari sono calate soprattutto per i cambi EUR/USD e CHF/USD, e si sono complessivamente ridotti gli spread Libor-OIS. Sebbene contestualmente siano state adottate molte altre misure, sembra ragionevole affermare che parte di questo miglioramento è attribuibile all'introduzione delle linee di swap tra banche centrali.

<sup>2</sup> Maggiori informazioni sulle linee di swap delle banche centrali sono fornite da C. Ho e F.-L. Michaud, "Misure adottate dalle banche centrali per mitigare le carenze di fondi in valuta", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2008, pagg. 15-17. <sup>3</sup> Cfr. N. Baba e F. Packer, "From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers", *paper* presentato alla conferenza *The global financial crisis: causes, threats and opportunities*, Warwick, 6 aprile 2009.

durante questo periodo (grafico VI.4)<sup>2</sup>. Oltre a ciò, molte banche centrali hanno introdotto o reso più accessibile il prestito di titoli altamente liquidi, in genere obbligazioni sovrane, in contropartita di strumenti di mercato meno liquidi in modo da migliorare le condizioni di provvista sul mercato monetario.

La terza categoria di risposte, che ha assunto maggior risalto con l'aggravarsi della turbolenza finanziaria (dalla terza alla quinta fase della crisi),

<sup>2</sup> Nei bilanci delle banche centrali gli importi attinti dalle linee di swap figurano dal lato dell'attivo come disponibilità in valuta e dal lato del passivo come passività in moneta nazionale verso banche centrali estere (nella misura in cui queste ultime non fanno uso della valuta ottenuta con le operazioni di swap).

puntava ad attenuare direttamente l'inasprimento delle condizioni del credito nel settore non bancario e ad allentare le condizioni finanziarie più in generale. Tra i provvedimenti più importanti figurano l'offerta di fondi al settore non bancario per sostenere la liquidità e ridurre gli spread di rischio in specifici mercati – come quelli della *commercial paper*, dei titoli garantiti da attività e delle obbligazioni societarie – nonché l'acquisto diretto di titoli del settore pubblico per influenzare i rendimenti di riferimento più in generale. Con un'iniziativa degna di nota, la Banca nazionale svizzera è intervenuta nel mercato dei cambi per contrastare le pressioni al rialzo sul franco svizzero nel quadro delle azioni volte a ridurre i rischi deflazionistici e ad alleggerire nell'insieme le condizioni monetarie.

L'effetto collaterale di queste iniziative è stato un sensibile ampliamento dei bilanci delle banche centrali insieme a una loro significativa ricomposizione (grafico VI.4). Un'importante differenza tra i paesi è riscontrabile nel peso relativo attribuito ai titoli del settore privato rispetto a quelli del settore pubblico e ai mercati bancari rispetto a quelli non bancari. La Federal Reserve ha dedicato particolare attenzione ai mercati non bancari del credito e alle operazioni aventi come oggetto titoli del settore privato, come mostrano iniziative quali la Commercial Paper Funding Facility e la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (incluse alla voce "crediti" nel grafico VI.4, diagramma in alto a sinistra). La Bank of England, invece, ha inizialmente rivolto la sua Asset Purchase Facility soprattutto all'acquisto di titoli pubblici ("altre attività" nel grafico VI.4, diagramma in basso a sinistra), mentre la BCE si è concentrata sulla liquidità del sistema interbancario, effettuando operazioni di rifinanziamento a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi e scadenze fino a dodici mesi (voce "crediti" nello stesso grafico, diagramma in alto a destra) nonché acquisti di *covered bond*. La Bank of Japan si è notevolmente adoperata per migliorare le condizioni di finanziamento delle imprese attraverso una serie di misure riguardanti *commercial paper* e obbligazioni societarie. Questa diversità di enfasi riflette in parte le differenze esistenti nelle strutture finanziarie dei vari paesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'intervento più diretto nei mercati non bancari del credito è coerente con il sistema nazionale prevalentemente basato sul mercato, mentre la preminenza attribuita nell'area dell'euro alle misure a sostegno delle banche rispecchia il maggiore ruolo dell'intermediazione bancaria nella regione.

Il crescente ricorso alle operazioni di bilancio comporta un ruolo sempre più esteso delle banche centrali nel processo di intermediazione e un influsso più significativo sull'offerta relativa di attività verso il settore pubblico. È pertanto aumentata la necessità di una stretta collaborazione con le autorità fiscali, e ciò principalmente per due motivi. In primo luogo, gli ingenti acquisti di titoli pubblici e la conseguente rapida espansione delle passività della banca centrale incidono sul profilo complessivo del debito pubblico. L'effetto potrebbe essere vanificato da operazioni di gestione del debito, anche in considerazione delle loro dimensioni generalmente più ampie, a meno che gli obiettivi dei due tipi di operazioni non siano compatibili. In secondo luogo, le banche centrali stanno assumendo maggiori rischi di credito e di mercato, come evidenziato dalla crescente quota di titoli del settore privato accettati in garanzia

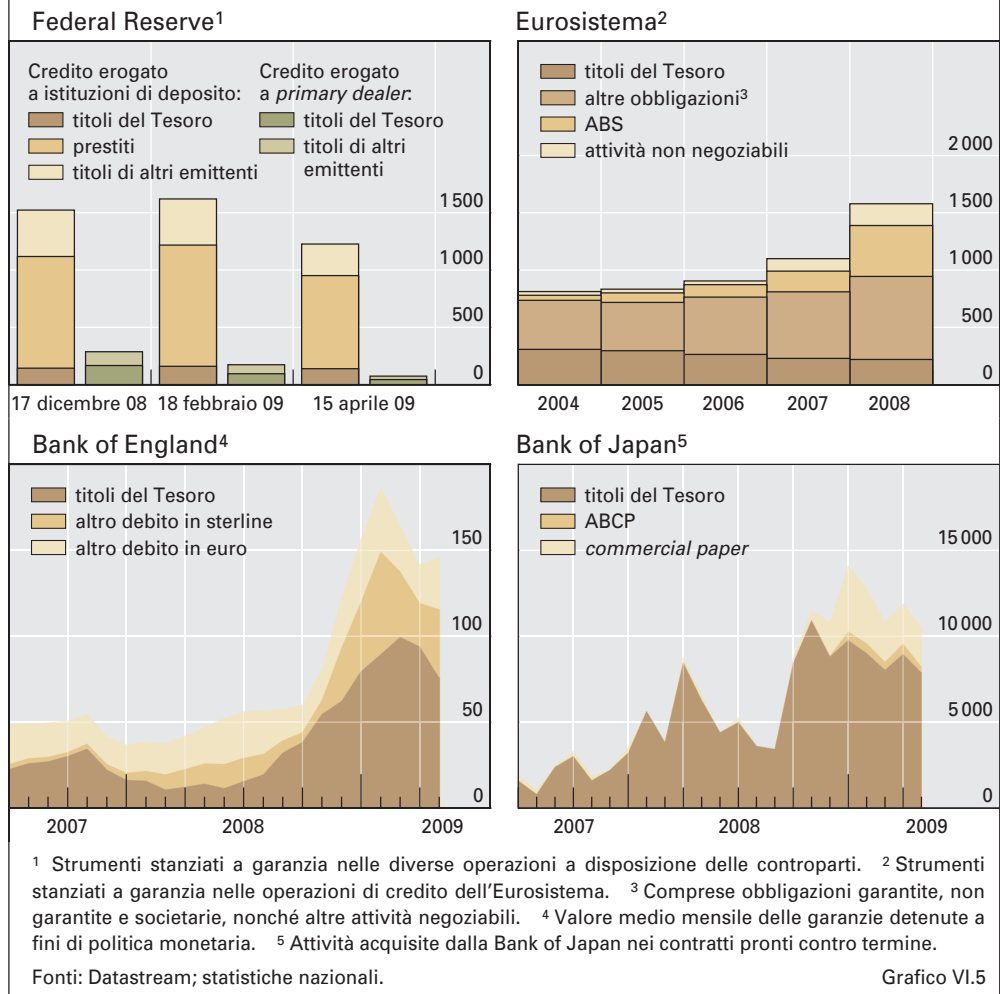
operazioni per influire sui mercati del credito e sulle condizioni finanziarie più in generale

L'importanza relativa delle operazioni varia a seconda dei paesi

È necessaria una stretta collaborazione con le autorità fiscali

## Garanzie detenute dalle banche centrali

In miliardi di unità di moneta nazionale



nelle operazioni monetarie (grafico VI.5). Di conseguenza, occorre una stretta collaborazione tra banca centrale e autorità di governo per predisporre meccanismi in grado di assicurare che eventuali perdite non mettano a repentaglio l'indipendenza operativa delle banche centrali.

## Risanamento del sistema finanziario

I governi intervengono in soccorso di importanti istituzioni finanziarie ...

Nelle prime due fasi della crisi le banche centrali avevano fronteggiato le esigenze di finanziamento immediate delle banche, ma le gravi turbative di mercato seguite al fallimento di Lehman Brothers in settembre hanno messo a repentaglio la solvibilità di varie istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (cfr. i Capitoli II e III per maggiori dettagli). Data l'importanza di queste istituzioni per il funzionamento dell'economia reale, i governi sono intervenuti al fine di impedirne il tracollo e ripristinare la fiducia nel sistema finanziario. Il sostegno pubblico mirava in ultima istanza a riattivare i flussi di finanziamento alle famiglie e alle imprese e a salvaguardare la crescita dell'economia reale.

La reazione delle autorità è riuscita in effetti a evitare il collasso del sistema finanziario e a tranquillizzare i mercati, ma non è stata altrettanto

efficace nel risolvere in modo convincente il problema delle attività deteriorate nei bilanci bancari. Questo problema potrebbe ritardare la correzione necessaria ad assicurare che il sistema finanziario operi efficientemente su basi sostenibili, ed esporre i contribuenti a perdite ancor maggiori. A maggio 2009 permanevano dubbi sulla solidità a lungo termine di importanti banche internazionali, e l'incertezza sulle perdite potenziali nei portafogli prestiti e in altre esposizioni creditorie rendeva difficile la raccolta di capitale privato da parte delle banche.

... senza riuscire ad affrontare in modo convincente il problema delle attività deteriorate

Questa sezione descrive anzitutto le principali caratteristiche dei piani di salvataggio dei governi e le reazioni con cui sono stati accolti dal mercato. Essa valuta quindi la risposta delle autorità alla luce dell'esperienza delle crisi dei paesi nordici negli anni novanta ( riquadro VI.B) e considera da ultimo le problematiche che gli interventi pubblici sollevano in un'ottica di più lungo periodo.

#### Caratteristiche dei piani di salvataggio dei governi

Gli interventi *ad hoc* posti in essere verso la fine di settembre per il salvataggio di singole banche sono stati seguiti in ottobre da annunci di programmi generali dei governi di gran parte delle principali economie. Parallelamente, sono state rilasciate dichiarazioni pubbliche con cui si assicurava che non si sarebbe lasciata fallire nessuna istituzione di importanza sistemica. I piani di salvataggio consistevano in interventi finalizzati alla liquidità e alla solvibilità di determinate istituzioni e al funzionamento dei mercati finanziari (tabella VI.2). Mentre nelle fasi precedenti della crisi le banche centrali avevano erogato finanziamenti a breve a istituzioni selezionate, a partire dalla terza fase sono stati i governi a facilitare l'accesso a fonti più durature di finanziamento, fornendo garanzie su depositi e passività. Per arginare i problemi di solvibilità, i governi sono intervenuti con ricapitalizzazioni bancarie. Nel tentativo di far fronte ai crediti in sofferenza, hanno inoltre effettuato acquisti di attività o fornito garanzie contro le perdite eccezionalmente elevate subite su specifici portafogli di istituzioni chiave. Infine, come rimedio di ultima

Garanzie sui depositi, accesso agevolato al rifinanziamento del debito e ricapitalizzazioni bancarie

| Misure speciali per stabilizzare il sistema finanziario <sup>1</sup> |    |    |    |    |    |                |    |    |    |    |    |    |    |
|--|----|----|----|----|----|----------------|----|----|----|----|----|----|----|
|  | AU | BR | CA | CH | DE | FR             | GB | HK | IT | JP | KR | NL | US |
| Assicurazione depositi   | ✓  |    |    | ✓  | ✓  |                | ✓  | ✓  | ✓  |    | ✓  |    | ✓  |
| Limiti alle vendite allo scoperto                                    | ✓  |    | ✓  |    | ✓  | ✓              | ✓  |    | ✓  | ✓  |    | ✓  | ✓  |
| Iniezioni di capitale  |    | ✓  |    | ✓  | ✓  | ✓              | ✓  | ✓  | ✓  | ✓  | ✓  | ✓  | ✓  |
| Garanzie sul debito  | ✓  |    | ✓  |    | ✓  | ✓ <sup>2</sup> | ✓  |    | ✓  | ✓  | ✓  | ✓  | ✓  |
| Assicurazione di attività  |    |    |    |    |    |                | ✓  |    |    |    |    | ✓  | ✓  |
| Acquisto di attività   | ✓  |    | ✓  | ✓  | ✓  |                | ✓  |    |    | ✓  |    |    | ✓  |
| Nazionalizzazioni  |    |    |    |    | ✓  |                | ✓  |    |    |    |    | ✓  | ✓  |

AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; FR = Francia; GB = Regno Unito; HK = Hong Kong SAR; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti. ✓ = sì; spazio vuoto = no.

<sup>1</sup> Sulla base delle informazioni aggiornate a fine aprile 2009. <sup>2</sup> Tramite la Société de financement de l'économie française.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella VI.2

## Riquadro VI.B – Soluzione della crisi finanziaria: l’insegnamento dei paesi nordici

Nella risoluzione delle rispettive crisi bancarie verso la fine degli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta Finlandia, Norvegia e Svezia adottarono comportamenti oggi ampiamente riconosciuti come “prassi ottimali”<sup>①</sup>. Un raffronto tra quell’episodio e la crisi attuale rivela che, nonostante la natura dei problemi sottostanti sia alquanto simile, il modo differente in cui si sono manifestati ha profondamente condizionato i tempi e le modalità degli interventi ufficiali. Il presente riquadro illustra due principi basilari per la risoluzione delle crisi bancarie emersi da quegli eventi e considera in che misura la diversità delle situazioni contingenti abbia influito sul loro grado di applicazione.

L’obiettivo principale della gestione e soluzione delle crisi è quello di minimizzarne i costi in termini di perdita di prodotto. Vi è ormai ampio consenso su due principi considerati ottimali per il conseguimento di tale obiettivo. Primo, occorre riconoscere tempestivamente la natura e l’ampiezza dei problemi bancari, e quindi intervenire in tempi brevi per evitare un deterioramento latente della qualità degli attivi sottostanti che potrebbe amplificare i costi della soluzione. Secondo, gli interventi dovrebbero essere attuati in profondità e su vasta scala; ossia, dopo aver preso le misure necessarie a stabilizzare la situazione, le autorità dovrebbero assicurarsi che le perdite siano contabilizzate, i crediti in sofferenza stralciati, il sistema ricapitalizzato e l’eccesso di capacità rimosso. Ripulendo i bilanci e favorendo la correzione, queste misure dovrebbero ripristinare la capacità del sistema finanziario di operare efficacemente e sostenere la sua redditività a lungo termine, e porre così le basi per una ripresa economica in grado di autosostenersi.

I provvedimenti specifici, pur variando a seconda delle circostanze, richiederanno inevitabilmente la volontà politica di impegnare denaro pubblico e la capacità di esercitare un adeguato controllo sugli intermediari finanziari attraverso l’imposizione di condizioni severe o il passaggio alla proprietà statale. Sarà così possibile responsabilizzare manager e azionisti, evitare che le istituzioni assistite acquisiscano un indebito vantaggio competitivo, limitare il rischio di manovre azzardate per la sopravvivenza (c.d. “gambling for resurrection”) e contenere i costi per i contribuenti. I manager in carica e gli azionisti saranno infatti incentivati a rinviare il riconoscimento delle perdite e a temporeggiare per assicurarsi le condizioni più vantaggiose.

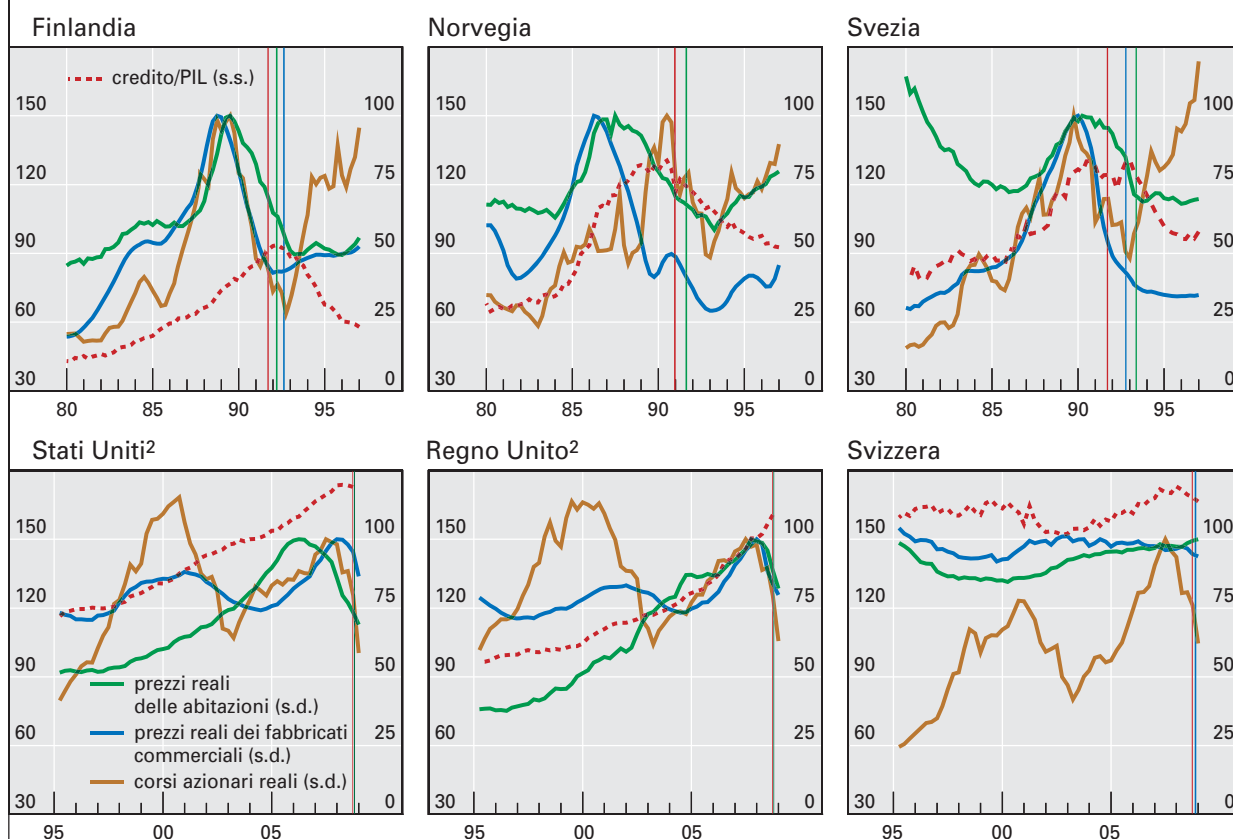
Le crisi nordiche e quella attuale hanno in comune un aspetto fondamentale: tutte possono essere considerate come il risultato dell’inversione di un ciclo (“finanziario”) di crescita eccessiva del credito e dei prezzi delle attività (grafico VI.B). Esse sono state precedute da una crescita eccezionalmente rapida e prolungata del credito al settore privato in rapporto al PIL, unitamente a rialzi altrettanto pronunciati dei prezzi delle attività, specie degli immobili residenziali. Studi recenti mostrano in effetti che gli indicatori anticipatori in tempo reale basati sui boom dei prezzi del credito e delle attività consentono di prevedere l’insorgere di crisi bancarie di questo tipo con notevole anticipo<sup>②</sup>.

Benché le circostanze di fondo siano simili, i due episodi considerati differiscono nettamente per quanto concerne la fase del ciclo finanziario in cui si sono verificati i primi eventi sistemici e le successive reazioni da parte delle autorità (grafico VI.B). Nelle crisi nordiche sono stati effettuati interventi di ampia portata molto dopo che i prezzi degli immobili avevano cominciato a flettere. Per contro, la crisi attuale è scoppiata in un momento più precoce della fase discendente del ciclo finanziario, come evidenziato dall’esperienza di Stati Uniti e Regno Unito. Le banche nordiche erano inoltre maggiormente prossime all’insolvenza; in effetti, gli interventi delle autorità miravano in parte a riportare il capitale delle banche al disopra dei requisiti minimi del Basilea 1. Nella crisi attuale, invece, gran parte degli istituti disponeva di risorse patrimoniali ben superiori a tali minimi. Pertanto, sotto il profilo della tempestività dell’intervento – il primo dei due principi citati – la gestione della crisi nell’episodio attuale appare migliore di quella dell’esperienza nordica.

Una ragione fondamentale di questa diversa tempistica risiede probabilmente nelle prassi contabili applicate. La crisi attuale è iniziata come una crisi di valutazione *mark-to-market*: le perdite hanno interessato dapprima le attività cartolarizzate iscritte in bilancio al *fair value*, e in definitiva buona parte delle perdite rilevate fino a oggi rientra in tale categoria (tabella III.2). Durante le crisi nordiche, invece, le perdite erano contabilizzate ai prezzi storici (in base al principio della competenza) una volta avvenuto il deterioramento dei prestiti. Rispetto a quel metodo, la contabilità *mark-to-market* rileva le perdite molto prima, anche senza che si verifichi un chiaro evento creditizio. Non appena gli operatori anticipano



## Ciclo finanziario e crisi bancarie<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Le serie dei prezzi delle attività sono normalizzate a 100 in base al rispettivo picco all'interno di una finestra temporale intorno a ciascuna crisi bancaria (per i paesi nordici, 1985-1992; per gli altri paesi, 2004-09). Le linee verticali indicano i seguenti eventi: rosso = primo evento sistemico (fallimento o salvataggio rilevante); blu = introduzione di uno schema di garanzia per il debito; verde = programma di ricapitalizzazione bancaria generalizzata. <sup>2</sup> Introduzione contemporanea di uno schema di garanzia per il debito e di un programma di ricapitalizzazione bancaria generalizzata.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VI.B

un'insolvenza futura, il prezzo del titolo registra un calo, che viene generalmente accentuato dalla crescente avversione al rischio, cui possono accompagnarsi vendite forzate.

Paradossalmente, tuttavia, la maggiore tempestività nel riconoscimento delle perdite e nell'intervento pubblico ha di fatto complicato la gestione della crisi relativamente al secondo principio di prassi ottimale: per le autorità è infatti risultato più difficile esercitare il controllo necessario a risanare i bilanci. Nella maggior parte dei casi le perdite valutate ai prezzi correnti di mercato hanno danneggiato le istituzioni ma non le hanno messe in oggettivo stato di insolvenza (Capitoli III e VI), il che ha ristretto la gamma di opzioni a disposizione delle autorità. Per esempio, in tali circostanze è più difficile imporre condizioni stringenti o rettifiche di valore, ed è maggiore il rischio di violare i diritti di proprietà degli azionisti. Ma quel che più conta è che i disordini sui mercati dei finanziamenti provocati dalle perdite al valore di mercato possono aver offuscato l'interpretazione dei problemi sottostanti. Per vario tempo, quella che fondamentalmente era un'incombente crisi di solvibilità è stata in genere considerata come una pura crisi di liquidità (Capitolo II). Era convinzione diffusa che i forti ribassi di prezzo delle attività sarebbero stati temporanei e che i mercati e l'intermediazione avrebbero ripreso a funzionare efficacemente grazie al sostegno di liquidità delle banche centrali. Tuttavia, se il ciclo del credito dovesse seguire un profilo analogo a cicli precedenti caratterizzati da gravi dissesti bancari, alle perdite *mark-to-market* farà seguito un palese deterioramento dei portafogli prestiti.

Nel frattempo, esiste il pericolo che gli sforzi delle autorità si concentrino eccessivamente su interventi a sostegno del credito, dei prezzi delle attività e della domanda aggregata, anziché incoraggiare la necessaria correzione dei bilanci. Le soluzioni applicate dai paesi nordici comportavano il pieno riconoscimento delle perdite, svalutazioni patrimoniali, nonché un ridimensionamento dei bilanci

e delle reti di filiali delle banche beneficiarie di un sostegno mirato. I provvedimenti impiegati a tal fine prevedevano condizioni severe e/o l'assunzione di partecipazioni maggioritarie da parte dello Stato. L'unica eccezione al riguardo fu un apporto generale di capitale pubblico in Finlandia, destinato in parte a ripristinare condizioni di parità concorrenziale tra le istituzioni assistite e le altre istituzioni, e a sostenere la capacità di prestito. Per contro, le condizioni che accompagnano i recenti piani non tendono in genere a incoraggiare l'aggiustamento, e anzi prevedono in alcuni casi obiettivi di incremento dell'attività di prestito per sostenere il credito interno. Vi è pertanto il rischio di procrastinare la creazione di un contesto propizio a una ripresa in grado di autosostenersi.

® Per un'analisi comparata della soluzione delle crisi nordiche, cfr. la 63ª *Relazione annuale* della BRI, Capitoli VII e VIII. ® Le principali eccezioni al riguardo provengono da quei sistemi bancari che nella crisi attuale hanno accusato problemi esclusivamente a causa di esposizioni transfrontaliere, come quelli di Germania e Svizzera. Cfr. C. Borio e M. Drehmann, "Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009 (versione integrale disponibile solo in inglese).

istanza hanno nazionalizzato istituzioni finanziarie insolventi per proteggere i depositanti ed evitare effetti di contagio, o hanno acquisito partecipazioni maggioritarie.

Le garanzie su depositi e titoli di debito preservano le principali fonti di finanziamento

Grazie al potenziamento delle garanzie offerte ai depositanti e ai creditori delle banche, i governi hanno protetto le principali fonti di finanziamento bancario e facilitato al contempo il rifinanziamento del debito in scadenza (tabella VI.2). Oltre venti paesi hanno introdotto o esteso le garanzie sui depositi al dettaglio e commerciali, riducendo la probabilità di una corsa agli sportelli bancari. Le garanzie sul debito offerte dai governi hanno consentito alle banche beneficiarie di emettere nuove obbligazioni assistite da sostegno pubblico esplicito in contropartita del pagamento di una commissione annua. I collocamenti effettuati nel quadro di questi schemi hanno rappresentato la maggior parte delle obbligazioni bancarie emesse nell'ultimo trimestre 2008 e nel primo del 2009.

L'utilizzo degli schemi di garanzia è più lento del previsto ...

Il ricorso ai programmi di garanzia statale è stato più lento del previsto, in quanto le condizioni e i costi delle transazioni hanno agito da deterrente sugli emittenti. Le scadenze variavano in genere dai tre ai cinque anni, a seconda dei paesi, e la maggioranza delle banche ha mostrato di preferire le scadenze più lunghe fra quelle disponibili. I costi delle garanzie risultavano più alti per le banche europee rispetto a quelle statunitensi; mentre gli Stati Uniti applicavano una commissione fissa a tutti i mutuatari indipendentemente dal merito di credito, in Europa il costo delle garanzie era collegato ai differenziali precedentemente registrati sui *credit default swap* (CDS), e quindi maggiore per i mutuatari più rischiosi. In alcuni casi questo costo rendeva più attraente il finanziamento a più breve termine attraverso le linee di credito della banca centrale.

... a causa della complessità dei programmi e di vincoli operativi

La complessità dei programmi di garanzia e il loro diverso trattamento a fini patrimoniali nelle varie giurisdizioni hanno scoraggiato taluni investitori. La ponderazione per il rischio delle obbligazioni con garanzia statale varia tra i paesi: mentre alcune autorità le considerano esenti da rischio, altre applicano un coefficiente del 20%. Inoltre, non tutti i mercati accettano come collaterale il debito garantito dallo Stato. Infine, alcuni investitori erano soggetti a restrizioni legali od operative che impedivano loro l'acquisto di questa nuova categoria di attività.

I governi hanno effettuato operazioni di ricapitalizzazione delle banche al fine di ridurre la leva finanziaria e rafforzarne la solvibilità. Mentre il Tesoro britannico ha impiegato azioni ordinarie, la maggior parte degli altri paesi si è avvalsa di strumenti ibridi – come azioni privilegiate o titoli convertibili – che combinano il flusso di reddito stabile delle obbligazioni con la potenziale rivalutazione delle azioni ordinarie<sup>3</sup>. Sebbene possano essere assimilati alle azioni ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali di una banca, i titoli ibridi non godono della piena fiducia degli operatori a causa della loro limitata capacità di assorbire le perdite.

Le iniezioni di capitale pubblico rafforzano la solvibilità delle banche

Le autorità hanno perlopiù optato per l'acquisto di azioni privilegiate, che limitano i rischi di perdite per i contribuenti, assicurando al tempo stesso un flusso di dividendi più attraente rispetto alle azioni ordinarie. Questi vantaggi sono tuttavia controbilanciati in genere dall'assenza del diritto di voto degli azionisti alle assemblee, che riduce la loro capacità di influire sulla gestione. Nel caso delle azioni privilegiate acquisite dalle autorità statunitensi, esiste la possibilità di una futura rivalutazione, in quanto tali titoli includono un'opzione decennale per l'acquisto di azioni ordinarie a un prezzo prestabilito. La diversità degli schemi proposti ha reso difficile il raffronto tra condizioni e costi dei programmi di ricapitalizzazione nei vari paesi.

I governi optano per azioni privilegiate a più basso rischio ma prive di diritto di voto

Gli apporti di capitale pubblico sono stati subordinati a una serie di condizioni. Molti paesi hanno seguito l'esempio della Francia, richiedendo alle banche beneficiarie di erogare nuovi crediti sull'interno con obbligo di segnalazione alle autorità. Mentre negli Stati Uniti e in Germania i programmi di ricapitalizzazione contemplavano inizialmente vincoli alla distribuzione di dividendi ordinari, solo il Regno Unito ha esplicitamente proibito tale pagamento finché rimanevano in essere azioni privilegiate del governo. In alcuni casi l'applicazione concreta di talune condizioni è risultata difficile a causa della loro indeterminatezza e della scarsa volontà o capacità di interferire nella gestione delle banche. Ad esempio, molti piani di salvataggio prevedevano restrizioni generali alla remunerazione dei dirigenti, ma ai governi mancavano i voti, l'appoggio dei consigli di amministrazione delle banche e le basi legali per bloccare i pagamenti.

Le condizioni abbinate ai piani di ricapitalizzazione sono difficili da applicare

Alcuni governi sono intervenuti in aiuto di importanti istituzioni finanziarie acquistando attività deteriorate o fornendo un'assicurazione contro le perdite a fronte di determinati portafogli. La Banca nazionale svizzera (BNS) ha acquistato da UBS attività collegate a mutui ipotecari collocandole in una struttura apposita. Riducendo le attività ponderate per il rischio, l'operazione ha consentito a UBS di diminuire l'ammontare del patrimonio regolamentare da detenere a fronte delle perdite potenziali. Sebbene la BNS si sia accollata il rischio di perdite, essa potrebbe anche fruire dei guadagni rivenienti da un recupero di valore delle attività. Anche Stati Uniti e Germania hanno annunciato

Solo il governo svizzero effettua acquisti di attività bancarie ...

<sup>3</sup> Le azioni privilegiate sono generalmente prive di diritto di voto, mentre godono di prelazione rispetto alle azioni ordinarie nella distribuzione dei dividendi e nel riparto del capitale di liquidazione. I titoli convertibili sono obbligazioni trasformabili in un dato numero di azioni ordinarie su richiesta dell'investitore.

programmi di acquisto di attività, che a maggio non si erano tuttavia ancora concretizzati.

... mentre Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti offrono schemi di assicurazione

I governi di Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti hanno offerto ad alcune banche (ING, RBS, Lloyds TSB, Bank of America e Citigroup) assicurazioni contro perdite su attività. In base allo schema adottato, il governo si impegna ad assumere una quota (in genere l'80-90%) delle perdite potenziali restanti dopo che la banca abbia assorbito le prime perdite (franchigia) su uno specifico portafoglio. In contropartita, la banca versa al governo un premio di assicurazione commisurato alla rischiosità del portafoglio. Limitando le perdite potenziali della banca, queste assicurazioni riducono il capitale proprio da mantenere a fini di vigilanza. Sul governo gravano tuttavia ingenti passività potenziali dovute alla possibilità che il valore delle attività subisca cali significativi.

Acquisto di partecipazioni maggioritarie dello Stato in banche insolventi

Infine, i governi di Irlanda, Islanda, Regno Unito e Stati Uniti hanno assunto il controllo di un certo numero di istituzioni finanziarie insolventi nell'intento di proteggere i depositanti ed evitare rischi di contagio (Capitolo II). I passaggi di controllo sono stati effettuati direttamente dalle autorità di regolamentazione (nel caso delle agenzie USA di emanazione governativa e delle banche islandesi) o attraverso un'ingiunzione del tribunale (come per Bradford & Bingley nel Regno Unito e per il gruppo belga-olandese Fortis). In alcuni casi il controllo è stato ottenuto attraverso l'acquisizione di quote maggioritarie o della totalità delle azioni con diritto di voto (AIG e Royal Bank of Scotland). Mentre negli Stati Uniti esisteva già la base giuridica per un'acquisizione di parte ufficiale, in Germania e nel Regno Unito si sono dovute varare nuove leggi per facilitare operazioni di questo tipo, che altrimenti avrebbero potuto essere bloccate dagli azionisti. La loro incerta solvibilità e il rischio di una successiva nazionalizzazione hanno reso praticamente impossibile per alcune istituzioni finanziarie in difficoltà raccogliere capitale, poiché gli investitori azionari e i creditori temevano l'eventualità di svalutazioni patrimoniali.

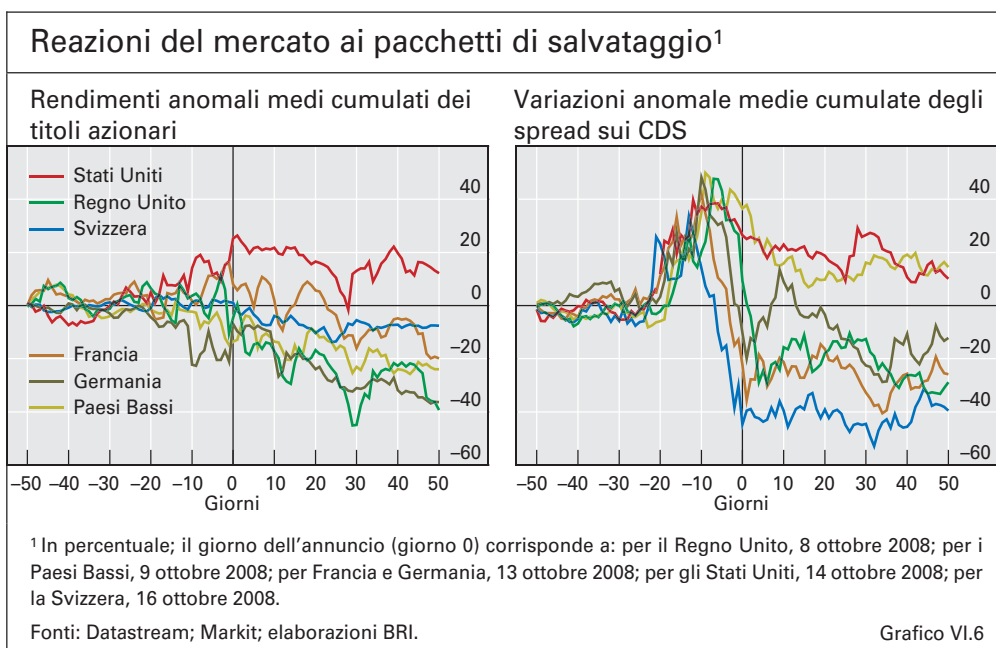
#### *Reazioni di mercato ai piani di salvataggio*

Gli interventi statali non ripristinano la fiducia nelle prospettive a più lungo termine ...

Gli interventi statali effettuati alla fine di settembre e nell'ottobre 2008 hanno scongiurato il fallimento di banche primarie e protetto i depositanti, ma non sono riusciti a dissipare del tutto i timori circa la solidità delle maggiori banche internazionali. Sebbene il sostegno pubblico abbia in parte rassicurato i creditori, come mostra il restringimento degli spread creditizi rispetto ai titoli di Stato e dei differenziali sui contratti CDS, per molte banche la raccolta di nuovo capitale presso gli investitori privati ha continuato a essere difficile, se non addirittura impossibile (cfr. anche il Capitolo II). Di conseguenza, tra novembre 2008 e maggio 2009 alcuni governi hanno effettuato a più riprese conferimenti di capitale a favore di determinate banche.

... come attesta la discesa dei corsi azionari

L'iniziale risposta positiva, in ottobre, all'annuncio dei piani di salvataggio è ravvisabile nel rialzo delle azioni bancarie, cui è seguita una serie di ribassi nei mesi seguenti a riprova che gli azionisti ordinari prevedevano ulteriori perdite. Per come erano concepiti, i piani di salvataggio non fornivano protezione ai detentori di capitale, ed era da prevedersi una moderata flessione dei corsi delle azioni bancarie dovuta alla diluizione dell'azionariato esistente



(grafico VI.6, diagramma di sinistra). Dopo le iniezioni di capitale, i corsi delle azioni bancarie hanno registrato andamenti peggiori dell'indice generale in tutti e sei i paesi considerati. La loro flessione è stata maggiore nel Regno Unito a causa del divieto di distribuire dividendi ordinari. Le azioni delle banche destinatarie di fondi statali hanno registrato risultati inferiori anche rispetto a quelle che non ne avevano beneficiato.

Più positiva è stata la valutazione degli interventi governativi da parte dei creditori, come dimostra il restringimento degli spread sui CDS che ha interessato le banche di vari paesi (grafico VI.6, diagramma di destra). Innalzando i coefficienti patrimoniali e fornendo i mezzi per il rifinanziamento del debito in essere, le misure di salvataggio dei governi hanno ridotto le probabilità di insolvenza, spingendo mediamente verso il basso i premi sui CDS. Anche i differenziali sul debito senior e subordinato delle banche sono diminuiti rispetto ai sottostanti titoli pubblici di riferimento. Nonostante queste indicazioni positive, alcune banche hanno continuato a dare segni di difficoltà e gli spread creditizi sono rimasti elevati. I livelli relativamente alti dei differenziali sulle obbligazioni bancarie emesse nel quadro di diversi schemi di garanzia governativa fanno ritenere che i creditori abbiano continuato a nutrire dubbi sulla condizione finanziaria delle banche e sulla credibilità dell'impegno statale a scongiurare il fallimento di istituzioni di rilevanza sistemica.

#### *Valutazione degli interventi dei governi*

Nell'insieme, è possibile che i governi non abbiano agito con sufficiente rapidità per rimuovere le attività problematiche dai bilanci delle maggiori banche. L'esperienza dei paesi nordici negli anni novanta insegna che è necessario affrontare il problema delle attività in sofferenza se si vuole ridurre l'incertezza, ristabilire durevolmente la fiducia e porre le basi per un sistema finanziario efficiente (riquadro VI.B). Nonostante questi insegnamenti, le misure

Valutazioni più positive da parte dei creditori ...

... ma gli spread creditizi restano alti

Difficoltà dei governi nell'affrontare il problema delle attività deteriorate

fin qui adottate si sono prevalentemente concentrate sull'offerta di garanzie e di capitale sovvenzionato. Nello stesso tempo, i piani assicurativi e le garanzie statali hanno esposto i contribuenti a perdite potenzialmente elevate. I progressi sul fronte degli attivi bancari deteriorati sono stati rallentati dalla complessità dei titoli in questione, da vincoli legali e soprattutto dalla scarsa volontà politica di impegnare fondi pubblici nell'opera di risanamento. Ciò rischia di prolungare la crisi e ritardare la ripresa poiché la disfunzione del sistema finanziario riduce la capacità delle politiche monetarie e fiscali di stimolare l'economia.

La carenza di progressi nel rimuovere le attività deteriorate dai bilanci bancari e nel contabilizzare le perdite connesse è illustrata dall'esperienza degli Stati Uniti. Anziché acquistare direttamente i crediti inesigibili, il Tesoro USA ha presentato in marzo il Public-Private Investment Program (PPIP), un piano per stimare queste attività e stralciarle dai bilanci con l'ausilio di un meccanismo d'asta. Nel quadro del PPIP, gli investitori privati ammessi sono stati invitati a presentare offerte di acquisto di attività immobiliari problematiche detenute da banche. Le offerte accolte beneficeranno di corrispondenti fondi statali e finanziamenti senza azione di regresso e a condizioni attraenti, mentre il governo si assumerà eventuali perdite eccedenti il capitale investito. Le favorevoli condizioni offerte mirano in parte ad accrescere il valore dei titoli sottostanti, a fornire incentivi sufficienti all'afflusso di capitale privato e ad attrarre competenze in grado di valutare e gestire le attività in questione. Ciò nonostante, a maggio 2009 l'esito del PPIP appariva incerto.

Le autorità USA effettuano prove di stress presso 19 grandi banche

Nell'intento di rafforzare la fiducia nei confronti delle banche, nell'aprile 2009 gli organi di regolamentazione USA hanno condotto prove di stress presso 19 società *holding* per assicurarsi che fossero sufficientemente capitalizzate in base a una serie di ipotesi relative alle perdite su diverse attività bancarie nell'arco del prossimo biennio. Dopo la pubblicazione dei risultati agli inizi di maggio, le autorità statunitensi hanno chiesto a 10 delle 19 banche esaminate di accrescere il livello o la qualità del patrimonio includendovi un maggior numero di azioni ordinarie. Diverse banche hanno tratto vantaggio dal clima di minore incertezza e dall'accresciuta propensione al rischio degli investitori dopo la pubblicazione delle prove di stress per finanziarsi con strumenti di capitale e di debito. Esercizi analoghi sono stati condotti nel Regno Unito, mentre era ancora aperto il dibattito sui potenziali benefici di simili prove di stress condotte a livello UE.

Con il procedere della crisi, salgono le perdite e le inadempienze su crediti

Appare chiaro che il deterioramento della qualità del credito è destinato a generare ulteriori perdite nei portafogli prestiti e in altre esposizioni creditizie delle banche (Capitolo III). Queste ultime potrebbero essere quindi incentivate a differire il riconoscimento delle perdite, avvalendosi del margine discrezionale che le regole contabili conferiscono al management nel decidere quando svalutare le attività. Se da un lato i contribuenti non vorranno vedersi esposti a nuove perdite potenziali, dall'altro occorrerà probabilmente che lo Stato fornisca ulteriore sostegno alle maggiori istituzioni finanziarie per facilitare la necessaria correzione, ristabilire la fiducia nel sistema finanziario e rilanciare l'attività di credito su base duratura.



### Considerazioni di più lungo periodo

In una prospettiva di più lungo periodo, gli interventi statali in soccorso delle banche sollevano una serie di problematiche.

Anzitutto, le autorità devono contemperare gli obiettivi a breve con quelli a medio termine. Le misure di breve periodo che ritardano l'aggiustamento e sostengono la domanda aggregata potrebbero non essere compatibili con la necessità a medio termine di un abbassamento del grado di leva dei bilanci delle banche, atto a creare le basi per un sistema finanziario solido e una ripresa autosufficiente.

In secondo luogo, i piani di salvataggio di banche ritenute troppo grandi o troppo interconnesse per poter fallire pongono problemi di *moral hazard*. Poiché si considerava fondamentale evitare fallimenti di grandi istituzioni finanziarie dopo quello di Lehman Brothers, il rischio di *moral hazard* è stato accettato come un male necessario. Tuttavia, proteggendo i creditori e limitando le perdite per gli azionisti, gli interventi governativi rischiano di ridurre l'incentivo dei finanziatori a monitorare le banche in futuro. Nello stesso tempo, i dirigenti delle banche e gli operatori che hanno tratto vantaggio dall'assunzione di rischio potrebbero non essere chiamati a rispondere congruamente delle perdite.

In terzo luogo, le azioni di salvataggio e la vendita assistita dallo Stato di banche insolventi possono involontariamente accrescere il rischio sistemico nella misura in cui creano istituzioni finanziarie di dimensioni sempre maggiori. Negli Stati Uniti, ad esempio, nel marzo 2008 la Federal Reserve ha facilitato con un prestito l'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase. Successivamente, nel settembre 2008, la FDIC ha predisposto un piano per la vendita alla stessa JPMorgan Chase delle filiazioni bancarie di Washington Mutual. Nel Regno Unito il governo ha ceduto le operazioni al dettaglio di Bradford & Bingley al Banco Santander, una delle maggiori banche dell'area dell'euro in termini di attività. Ulteriori esempi del genere sono riscontrabili in altri paesi. Come rileva il Capitolo VII, le istituzioni finanziarie di grandi dimensioni comportano rischi sistemici sproporzionati.

Infine, il mancato coordinamento degli interventi tra i paesi ha sollevato timori riguardo alla distorsione della concorrenza. In particolare, i piani nazionali di salvataggio si differenziano tra loro per condizioni, grado di copertura e costi, ed offrono ad alcune banche termini più favorevoli rispetto a quelli di cui beneficiano le loro concorrenti. La Commissione europea ha esaminato le misure di salvataggio degli Stati membri dell'UE nell'intento di evitare indebite distorsioni della concorrenza, ma i piani di altri paesi non sono stati sottoposti ad alcuno scrutinio analogo. La mancanza di coordinamento a livello mondiale rischia di creare disparità di trattamento per le banche internazionali. Inoltre, il sostegno pubblico esplicitamente subordinato all'erogazione di credito sull'interno potrebbe involontariamente contribuire al disimpegno delle banche internazionali dai mercati esteri (Capitoli III e V).

Le risposte a breve potrebbero contrastare con gli obiettivi a medio termine

Rischio di *moral hazard* nel più lungo periodo

I salvataggi bancari possono accentuare il rischio sistemico in futuro

Il mancato coordinamento tra paesi altera la concorrenza

### Politiche di bilancio a sostegno della domanda aggregata

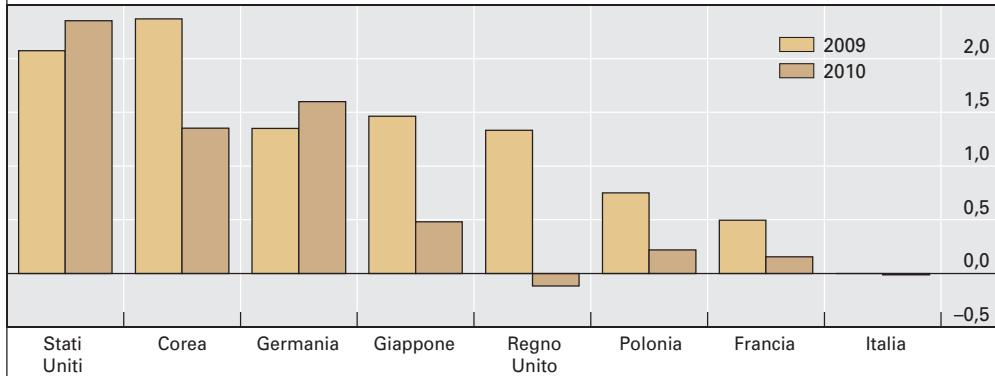
Verso la fine del 2008, quando la crisi è entrata nella sua quarta fase, si è diffuso il timore che la politica monetaria potesse non bastare a scongiurare



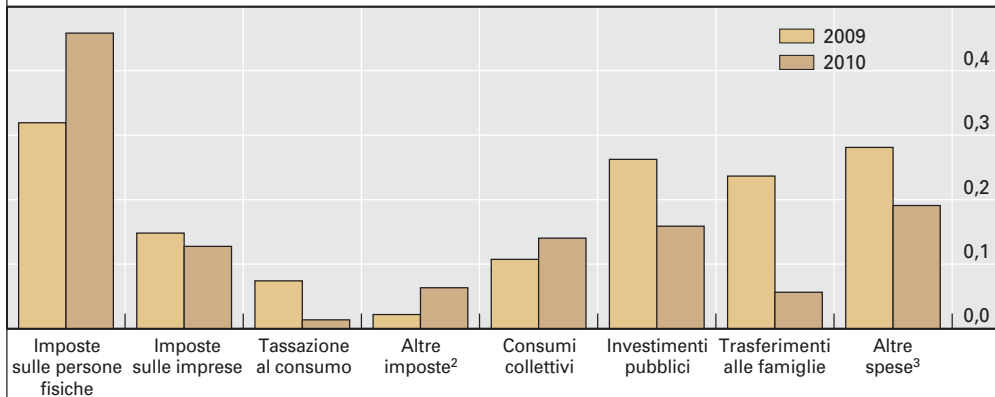
## Pacchetti fiscali nei paesi dell'OCSE

Stima dei costi per le finanze pubbliche, in percentuale del PIL del 2008

### Dimensione dei pacchetti fiscali per paese<sup>1</sup>



### Composizione dei pacchetti fiscali



<sup>1</sup> Include le misure adottate sul fronte delle entrate e delle spese in risposta alla crisi finanziaria, ma non l'impatto potenziale sui saldi di bilancio derivante dalle ricapitalizzazioni, dagli schemi di garanzia o da altre operazioni finanziarie. <sup>2</sup> In prevalenza contributi per sistemi pensionistici pubblici, sussidi di disoccupazione e di invalidità, assistenza sanitaria, ecc. <sup>3</sup> In prevalenza trasferimenti alle imprese e alle amministrazioni pubbliche subnazionali.

Fonte: OCSE, *Economic Outlook Interim Report*, marzo 2009.

Grafico VI.7

La politica di bilancio come rimedio di ultima istanza

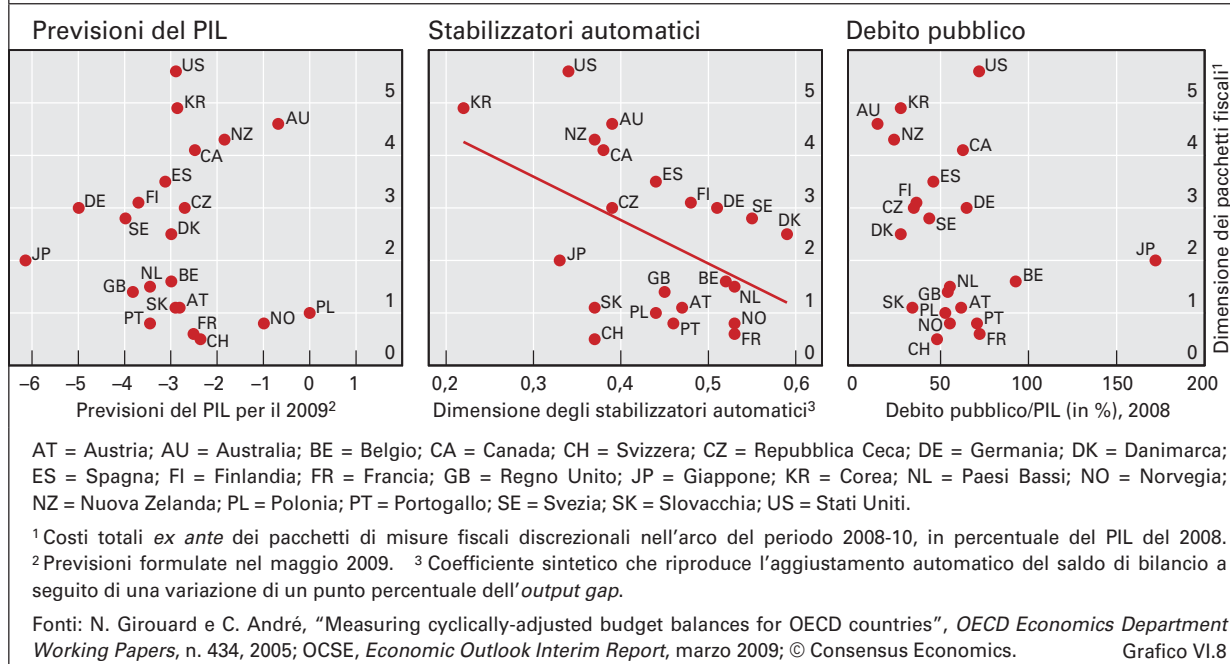
una forte contrazione del prodotto. Del pari, nonostante avessero verosimilmente evitato il collasso del sistema finanziario, le ricapitalizzazioni bancarie e le garanzie statali erano giudicate insufficienti a rilanciare l'attività economica a breve termine. Alla luce di ciò, le autorità di tutte le maggiori economie hanno fatto ricorso a misure di politica fiscale per stimolare la domanda aggregata e mitigare così la recessione economica. A maggio 2009 quasi tutti i paesi OCSE e molte economie emergenti non appartenenti all'OCSE avevano annunciato programmi di stimolo fiscale.

Le dimensioni dei programmi riflettono l'incidenza degli stabilizzatori automatici

La portata dei pacchetti fiscali annunciati varia notevolmente tra i paesi. Nell'area OCSE, gli Stati Uniti hanno presentato il programma più ampio, con oneri finanziari stimati ben oltre il 2% del PIL sia nel 2009 che nel 2010 (grafico VI.7, diagramma superiore)<sup>4</sup>. Le dimensioni relative dei programmi non

<sup>4</sup> Alcuni programmi di stimolo fiscale annunciati nei paesi non appartenenti all'OCSE avevano dimensioni ancor maggiori in rapporto al PIL. In realtà, il "nuovo" stimolo effettivamente impartito è spesso molto minore di quanto non facciano ritenere le cifre pubblicate, perché queste ultime possono ricomprendere precedenti impegni di spesa o passività eventuali, che invece non figurano nelle statistiche OCSE.

## Necessità e portata dei provvedimenti discrezionali di stimolo fiscale



sono positivamente correlate con la gravità della recessione nei vari paesi (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Un ruolo ben più importante è svolto dall'incidenza relativa degli stabilizzatori automatici, ai quali va attribuito circa un quinto del divario nelle dimensioni dei pacchetti fiscali tra i paesi OCSE (grafico VI.8, diagramma centrale).

L'importanza degli stabilizzatori automatici in molte economie implica che i pacchetti discrezionali non andrebbero valutati isolatamente. Una misura più accurata dello stimolo complessivo è data dalla variazione attesa nel saldo di bilancio a breve termine dei governi in risposta alla crisi, nel quale sono incluse anche le spese (e le entrate) relative ai piani di salvataggio finanziario, nonché il deterioramento nel gettito fiscale dovuto alla caduta dei prezzi delle attività. Lo stimolo fiscale non è determinato dalle singole componenti, bensì dalla loro somma.

Rispetto alle previsioni formulate prima dell'intensificarsi della crisi in settembre, l'andamento dei disavanzi di bilancio dovrebbe risultare ben maggiore e interessare in misura sensibile sia la componente strutturale che quella ciclica (grafico VI.1, diagramma inferiore). In base alle proiezioni OCSE del marzo 2009, nell'anno in corso gli Stati Uniti dovrebbero registrare un deficit pari al 10% del PIL, rispetto a circa il 5% delle previsioni di metà 2008. Anche in Francia, Germania, Giappone e Regno Unito la politica di bilancio ha assunto un indirizzo fortemente espansivo. In Italia il saldo strutturale è rimasto pressoché invariato in assenza di un consistente pacchetto discrezionale, mentre gli stabilizzatori automatici hanno gonfiato il disavanzo congiunturale.

La capacità di manovra fiscale differisce notevolmente a seconda dei paesi. Le economie che presentano un ingente debito pubblico, ampi disavanzi di bilancio anche in assenza di misure di stimolo discrezionali, o un livello elevato di passività non finanziate sono soggette a maggiori vincoli di quelle

Le variazioni del disavanzo come misura dello stimolo fiscale

Forte espansione dei disavanzi

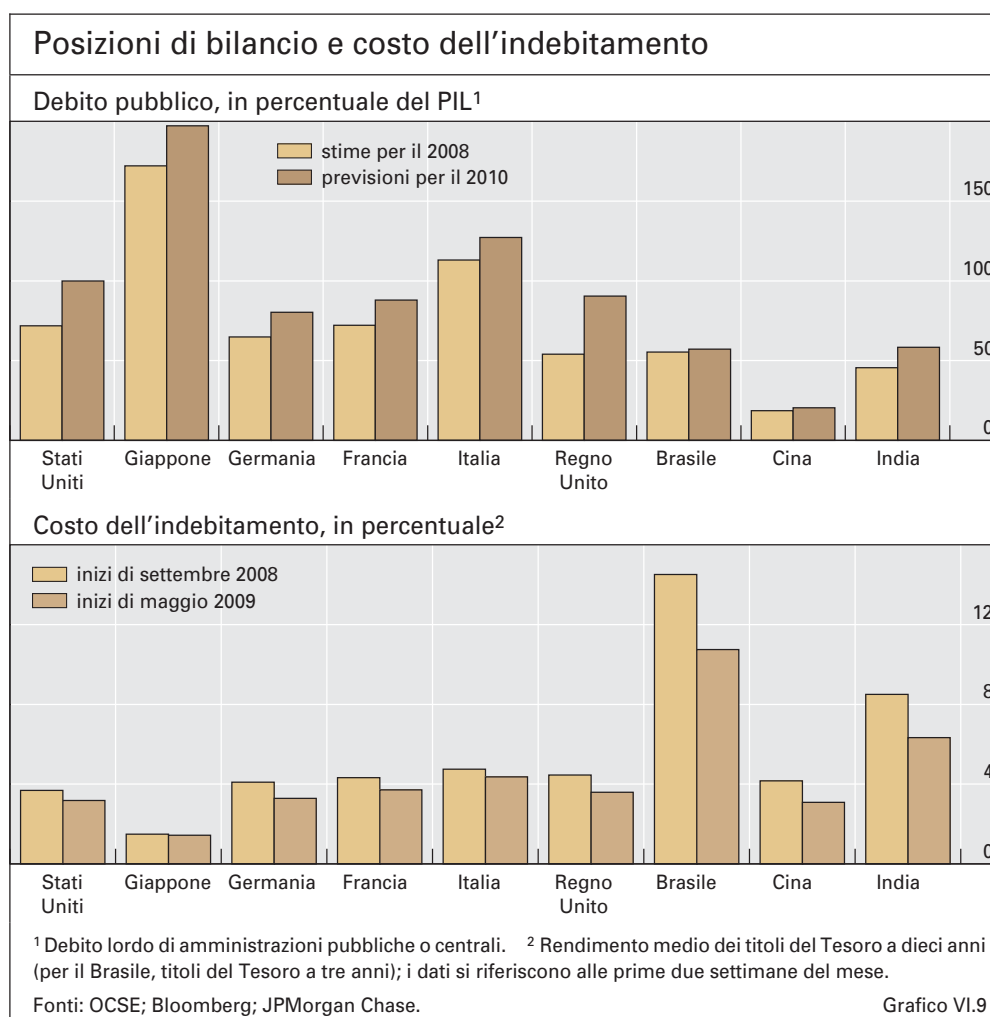
Margini di manovra limitati ...

con una finanza pubblica più sana. Finora, tuttavia, non pare che questi vincoli abbiano influito sulla decisione delle maggiori economie di impartire uno stimolo fiscale: all'interno dell'area OCSE non è riscontrabile un nesso significativo tra dimensioni del pacchetto fiscale e livello del debito pubblico in essere (grafico VI.8, diagramma di destra). Inoltre, i costi di finanziamento sono generalmente diminuiti nonostante la pronunciata dilatazione dei disavanzi di bilancio (grafico VI.9, diagramma inferiore). Fra le eccezioni figurano alcune economie minori con deficit molto elevati, come Irlanda, Islanda e Ungheria, che hanno incontrato notevoli difficoltà nel finanziare il debito pubblico e sono state costrette a inasprire la politica fiscale durante la terza e quarta fase della crisi.

Benché l'approccio adottato sia diverso, la maggior parte dei pacchetti di stimolo contempla sgravi fiscali e aumenti della spesa pubblica (grafico VI.7, diagramma inferiore). I tagli di imposta tendono ad avere un impatto minore sul prodotto rispetto alle misure finalizzate alle famiglie con basso reddito (e presumibilmente bassi saggi di risparmio). Nondimeno, le autorità hanno scelto di includere tali strumenti nei loro recenti programmi di stimolo per varie ragioni. Alcune sono di natura politica: è infatti più facile mobilitare ingenti risorse se la spesa va a beneficio di un'ampia gamma di contribuenti. Altre sono economiche: gli sgravi fiscali possono essere introdotti in tempi

... solo nelle economie minori con posizioni di bilancio meno favorevoli

La composizione dei pacchetti fiscali pone questioni di efficienza



relativamente brevi, mentre un aumento della spesa pubblica comporta spesso notevoli ritardi. Inoltre, i tagli alle imposte sul reddito delle persone fisiche possono avviare un processo di riduzione dell'indebitamento del settore famiglie e quindi accelerare successivamente la ripresa, anche se l'impatto a breve sul PIL è modesto.

Se è indubbio che i pacchetti fiscali hanno raggiunto dimensioni storicamente elevate, resta ancora da vedere quale sarà la loro efficacia. Le stime al riguardo variano. Ad esempio, sulla base delle risultanze medie del passato il Congressional Budget Office degli Stati Uniti prevede che l'American Recovery and Reinvestment Act – il progetto di legge che contiene la maggior parte delle misure di stimolo fiscale – farà salire il PIL in misura compresa fra 1,4 e 3,8 punti percentuali nel 2009 e di poco meno nel 2010. La scarsa precisione di queste stime rispecchia l'ampia gamma di moltiplicatori fiscali teorizzati in letteratura<sup>5</sup>. Non è tuttavia chiaro se le stime econometriche basate su periodi campione in cui il sistema finanziario funzionava regolarmente possano fornire informazioni utili sull'impatto dello stimolo fiscale nell'attuale congiuntura. Da un lato, le difficoltà finanziarie sono destinate ad accrescere la percentuale di famiglie e imprese che non hanno accesso al credito e che potrebbero spendere una quota maggiore del reddito addizionale. Dall'altro, l'elevato clima di incertezza potrebbe spingere famiglie e imprese a ridurre l'indebitamento o ad accrescere il risparmio, deprimendo l'effetto del moltiplicatore.

Incertezze circa i moltiplicatori fiscali

## Rischi

Al momento di andare in stampa, non era ancora chiaro se le politiche espansive adottate in risposta alla drastica contrazione dei ritmi produttivi negli ultimi mesi del 2008 e agli inizi del 2009 sarebbero riuscite a stabilizzare l'economia. La limitatezza dei progressi compiuti nell'affrontare i problemi di fondo del settore finanziario costituisce un serio motivo di preoccupazione. L'esperienza dei paesi nordici negli anni novanta ( riquadro VI.B) e altri episodi del passato insegnano che è indispensabile, quale presupposto per una crescita duratura, imporre al sistema bancario di accollarsi le perdite, stralciare i crediti in sofferenza, eliminare l'eccesso di capacità e ricostituire la base patrimoniale. Queste condizioni non sono state soddisfatte. Esiste quindi il rischio non indifferente che l'attuale azione di stimolo determini una ripresa solo temporanea della crescita, seguita da una protratta stagnazione. Inoltre, un recupero transitorio potrebbe rendere più difficile per le autorità l'adozione delle misure che, quantunque impopolari, sarebbero necessarie per risanare il sistema finanziario, con il pericolo di prolungare il periodo di debolezza della crescita.

L'efficacia delle politiche espansive ...

... potrebbe essere compromessa dalla debolezza del sistema finanziario

Nel breve periodo il rischio forse più importante connesso con le politiche espansive è la possibilità di un loro abbandono forzato. Le autorità

Rischio di un'uscita forzata

<sup>5</sup> I modelli macroeconomici strutturali con aspettative retrospettive (*backward-looking*) attribuiscono generalmente al moltiplicatore un valore superiore a 1: un dollaro di spesa di bilancio determina un aumento del PIL di oltre un dollaro. Per contro, modelli più prospettici (*forward-looking*) e analisi di evento ipotizzano moltiplicatori generalmente inferiori a 1, in quanto un aumento delle uscite fiscali è controbilanciato dalle minori spese in altre settori dell'economia.

monetarie e fiscali delle maggiori economie non hanno incontrato finora serie limitazioni nel perseguimento delle politiche espansive, ma non è detto che ciò duri. Un protratto periodo di ristagno dell'attività economica potrebbe minare la credibilità delle politiche adottate. Qualora gli operatori cominciassero a prevedere che il saldo sottostante resti negativo per vari anni a venire, i governi potrebbero incontrare difficoltà nel collocamento del debito. In tali circostanze, i costi del finanziamento potrebbero aumentare repentinamente, imponendo alle autorità tagli di spesa o significativi aumenti tributari. In alcuni paesi è altresì possibile che agiscano anche vincoli esterni. Specie nelle economie minori più aperte, le pressioni sul cambio potrebbero costringere le banche centrali a seguire un corso più restrittivo di quello giustificato dalle condizioni economiche interne.

Transizione verso una nuova struttura economica

Altri fattori di rischio riguardano il medio termine. Sebbene l'obiettivo immediato dei responsabili delle politiche sia stato quello di moderare la brusca caduta del prodotto, le misure espansive adottate a cavallo fra il 2008 e il 2009 influiranno anche sul processo di transizione verso una struttura economica più sostenibile con indici di indebitamento inferiori, e quindi con un settore finanziario di minori dimensioni. Una certa modulazione dell'aggiustamento è chiaramente auspicabile, ma la correzione degli squilibri evidenziati nel Capitolo I non può essere rinviata indefinitamente. Per poter essere credibili, i responsabili delle politiche devono riconoscere questa realtà.

L'inasprimento delle politiche non dovrebbe creare problemi tecnici ...

A un certo punto l'economia riprenderà a crescere e l'orientamento monetario e fiscale espansivo dovrà essere corretto. Sul piano tecnico la manovra è semplice. La vendita delle abbondanti disponibilità accumulate dalle banche centrali dopo il fallimento di Lehman Brothers richiederà tempo, ma ciò non ne pregiudicherà la capacità di ridurre lo stimolo monetario. Anche nel caso in cui le banche centrali non fossero in grado di ridimensionare i loro bilanci, potranno drenare liquidità attraverso operazioni pronti contro termine, emissioni di titoli, o rendendo più attraente per le banche la detenzione di riserve. Come detto in precedenza, alcune di queste misure sono già state applicate durante la crisi per controbilanciare almeno in parte l'espansione dei bilanci delle banche centrali. Anche la manovra di rimozione dello stimolo fiscale dovrebbe essere relativamente semplice. Alcune misure erano destinate a essere transitorie e, se non prorogate, cesseranno di avere effetto. Altre, pur non avendo un termine di scadenza, potrebbero essere revocate nel corso del normale processo di definizione del bilancio.

... ma la scelta dei tempi di uscita si presenta difficile

Anche se la rimozione dello stimolo monetario e fiscale non pone sostanziali problemi tecnici, non è detto che la manovra restrittiva sarà facile. Anzitutto, vi è un problema di tempi. Una manovra prematura rischia di vanificare la ripresa, mentre un inasprimento tardivo potrebbe sfociare in pressioni inflazionistiche alimentate dallo stimolo impresso oppure contribuire a un nuovo ciclo di aumento della leva finanziaria e di brusca ascesa dei prezzi delle attività. Se la scelta del momento più opportuno per l'inasprimento è difficile in situazioni ottimali, lo è ancor di più nelle presenti circostanze. Gli indicatori tradizionali dell'*output gap* sono verosimilmente di scarsa utilità, non essendo chiaro in che misura i problemi del settore finanziario ridurranno il futuro prodotto potenziale. Un secondo importante problema è di natura

politica. Sia le banche centrali che le autorità finanziarie saranno probabilmente oggetto di forti pressioni politiche volte a ottenere il rinvio di qualsiasi manovra restrittiva.

Sebbene permangano dubbi sulla loro efficacia, le politiche espansive introdotte nel 2008 e nel 2009 avranno comunque conseguenze di lungo periodo, la più importante delle quali è l'elevato livello di debito pubblico che lasceranno in eredità. Anche se le misure di stimolo fossero revocate in tempi brevi, gli impegni assunti con i piani di salvataggio finanziario potrebbero ripercuotersi sulle finanze pubbliche per molti anni a venire, mentre il calo dei prezzi delle attività tenderà a deprimere le entrate. Il più alto livello del debito potrebbe a sua volta spingere al rialzo i tassi di interesse reali e quindi spiazzare l'investimento privato. Tornando al caso degli Stati Uniti, il Congressional Budget Office stima che nel lungo periodo il pacchetto di stimolo adottato contribuirà ad abbassare la crescita futura nella misura dello 0,2% del PIL l'anno. Pertanto, il principale compito delle autorità sarà per molti anni ancora quello di rimettere ordine nelle finanze pubbliche.

Rischio di  
sovradilatazione dei  
bilanci pubblici