

## I. Spezzare i circoli viziosi

Sono trascorsi ormai cinque anni dallo scoppio della crisi finanziaria, eppure l'economia mondiale resta sbilanciata, forse più di prima, dal momento che le vulnerabilità ancora presenti interagiscono fra loro, amplificandosi. Gli obiettivi di una crescita bilanciata, di politiche economiche equilibrate e di un sistema finanziario sicuro rimangono lettera morta. Nelle economie avanzate al centro della crisi finanziaria gli elevati oneri debitori continuano a zavorrare la ripresa; le politiche monetarie e di bilancio non hanno ancora trovato una soluzione globale né alle necessità immediate né ai pericoli di lungo periodo; malgrado i progressi internazionali sul fronte della regolamentazione, le condizioni del settore finanziario rappresentano tuttora una minaccia per la stabilità. L'emergere di segnali incoraggianti alimenta a tratti speranze, che vengono tuttavia rapidamente disilluse, sferrando l'ennesimo colpo alla fiducia di consumatori e investitori.

Mentre le economie avanzate stentano, quelle emergenti avanzano, in alcuni casi spronate da una rapida espansione del credito o sull'onda di una crescita vigorosa trainata dalle esportazioni. Questa ripresa a due velocità genera squilibri ampi e potenzialmente destabilizzanti delle partite correnti e flussi lordi di capitali volatili. Il boom delle esportazioni in molti mercati emergenti ha lasciato poco spazio allo sviluppo di fonti interne di crescita più stabili, aumentando la vulnerabilità dei paesi ora che l'espansione economica comincia a rallentare. Come dimostrano gli andamenti economici dell'anno trascorso (Capitolo II), una ripresa in grado di autosostenersi nelle economie avanzate e un riequilibrio della crescita mondiale sono traguardi ancora lontani.

In breve, tanto le economie avanzate quanto quelle emergenti sono imprigionate in circoli viziosi. Come fare per spezzarli e trasformarli in circoli virtuosi? Le attuali sfide collegate all'*aggiustamento strutturale*, ai rischi per le politiche *monetarie e di bilancio*, e alle *riforme finanziarie* riflettono le minacce globali ancora presenti. Questi temi e gli interventi necessari a riportare stabilmente l'economia mondiale su un sentiero di crescita sostenibile nel lungo periodo sono l'oggetto dei Capitoli III-VI della presente Relazione. Nella parte restante di questo capitolo, invece, vengono presentate le raccomandazioni di policy per l'economia mondiale. Prima di terminare, si esamineranno inoltre i problemi particolarmente insidiosi che attanagliano l'unione monetaria europea, alle prese non soltanto con le sfide summenzionate, ma anche con difficoltà specifiche derivanti dal suo assetto istituzionale incompiuto.

### Permangono problemi di ordine strutturale

L'economia mondiale resta sbilanciata: l'attività nei paesi avanzati continua ad arrancare, mentre in altre economie sta crescendo, spesso a ritmi serrati (Capitolo III). Questa situazione è difficilmente sostenibile.

Le economie che si erano trovate al centro della crisi finanziaria devono affrontare risolutamente i problemi dell'indebitamento e dell'allocazione distorta delle risorse ereditati dalla crisi. Il boom del mercato immobiliare alimentato dalla leva finanziaria ha lasciato dietro di sé, dopo l'inevitabile implosione, un enorme eccesso di debito. L'indispensabile processo di riduzione dell'indebitamento delle famiglie è tutt'altro che concluso, e risulta anzi lento in base ai parametri storici. In alcuni paesi, come Irlanda, Regno Unito e Spagna, il debito delle famiglie rimane prossimo al 100% del PIL. In altri, come Francia e Italia, il debito sia delle famiglie sia delle imprese è andato crescendo in rapporto al PIL a partire dal 2008.

Un importante fattore che rallenta la riduzione dell'indebitamento delle famiglie attiene alla necessità di risanare i bilanci e abbattere al tempo stesso il debito del settore finanziario e di quello pubblico. La particolare lentezza del processo di deleveraging in tutti i maggiori settori dell'attività economica contribuisce a spiegare perché la ripresa nelle economie avanzate sia stata così debole. Considerata poi l'esigenza ancora attuale di consolidamento dei bilanci, gli eventuali effetti positivi sulla domanda derivanti da politiche di stimolo fiscale saranno limitati dal fatto che gli operatori economici sovraindebitati utilizzeranno il reddito aggiuntivo per ripianare i debiti piuttosto che per finanziare la spesa. È pertanto probabile che la crescita si mantenga debole.

La persistenza di squilibri fra i vari settori è anch'essa fattore di ostacolo alla ripresa. Poiché il lavoro e il capitale non si trasferiscono facilmente da un settore all'altro, un'allocazione distorta delle risorse durante un boom tende a ostacolare la ripresa all'indomani di una crisi. Di conseguenza, fintantoché durerà la lenta correzione della loro struttura industriale, i paesi che presentavano gli squilibri settoriali più evidenti dovranno fare i conti con una disoccupazione più elevata e persistente.

Contemporaneamente, per i paesi in rapida crescita si pone il problema di riconoscere e gestire l'insorgenza di boom finanziari e, in molti casi, ridurre la dipendenza dalle esportazioni. Non è difficile trovare riscontri di reazioni eccessive (overshooting) in alcuni mercati emergenti. In molti casi i prezzi degli immobili e di altre attività sono in forte rialzo, mentre la crescita dell'indebitamento privato e dei costi per il servizio del debito in rapporto al reddito sta superando di gran lunga i trend di lungo periodo. Le difficoltà con cui sono attualmente alle prese le economie avanzate a seguito di esperienze analoghe sono ben presenti nella mente dei policymaker nei mercati emergenti, specie dopo i recenti segnali di rallentamento delle loro economie. Considerata la prospettiva di una protratta debolezza della crescita in gran parte del mondo, i paesi che devono il proprio successo alle esportazioni farebbero meglio ad adoperarsi celermente per creare capacità di crescita al proprio interno.

## I rischi per le banche centrali sotto pressione

Nell'arco dello scorso anno le banche centrali nelle economie avanzate hanno reiterato o addirittura accresciuto gli acquisti di titoli pubblici e il sostegno di liquidità al sistema bancario. A \$18 trilioni e oltre, le attività aggregate di tutte

le banche centrali si collocano oggi a circa il 30% del PIL mondiale, il doppio rispetto a dieci anni fa. I tassi di interesse reali (tassi nominali meno inflazione generale) di politica monetaria restano inoltre assai negativi in gran parte delle maggiori economie avanzate. È indubbio che l'economia mondiale si trovi oggi in una situazione migliore proprio grazie all'azione vigorosa intrapresa dalle banche centrali dopo il tracollo di Lehman Brothers nel 2008 e negli anni successivi. Uno degli ultimi esempi al riguardo è la decisione della Banca centrale europea di offrire alle banche liquidità a tre anni verso la fine del 2011 e ancora agli inizi del 2012. Questo intervento da €1 trilione, che ha accresciuto il bilancio consolidato dell'Eurosistema di circa €500 miliardi, è stato forse il principale fattore che ha permesso di frenare il congelamento dei mercati della provvista bancaria e, indirettamente, di sostenere i mercati dei titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro.

La durata straordinaria dell'accomodamento monetario è in gran parte il risultato dell'insufficiente azione dei governi nell'affrontare i problemi strutturali. In parole povere, le banche centrali si trovano costrette a prolungare lo stimolo monetario mentre i governi indugiano e l'aggiustamento viene ritardato. Come si vedrà nel Capitolo IV, è possibile che gli eventuali effetti positivi dell'azione delle banche centrali si stiano riducendo, mentre potrebbero aumentare quelli negativi. Ma le politiche monetarie accomodanti, tanto quelle convenzionali che quelle non convenzionali, sono solo palliativi e hanno i loro limiti. Sarebbe un errore pensare che le banche centrali possano utilizzare i propri bilanci per risolvere l'integralità dei problemi economici e finanziari: esse non possono né indurre una riduzione dell'indebitamento, né correggere gli squilibri settoriali, né appianare i problemi di solvibilità. Di fatto, i tassi ufficiali prossimi allo zero, unitamente all'offerta abbondante e pressoché incondizionata di liquidità, indeboliscono gli incentivi del settore privato a risanare i bilanci e quelli dei governi a contenere il fabbisogno di indebitamento. Essi provocano distorsioni nel sistema finanziario e accollano di conseguenza un onere aggiuntivo in capo alle autorità prudenziali.

In presenza di tassi di interesse nominali ai minimi possibili e di una continua espansione dei bilanci delle banche centrali, è inevitabile che si stiano accumulando rischi. In larga misura si tratta di rischi di conseguenze indesiderate, che occorre anticipare e gestire. Tali conseguenze includono ad esempio il dispendioso sostegno di debitori e banche di fatto insolventi – un fenomeno che ha assillato il Giappone negli anni novanta – e la dilatazione artificiosa dei prezzi delle attività, che genera rischi per la stabilità finanziaria a più lungo termine. La crisi ha insegnato che le banche centrali possono fare molto per scongiurare un tracollo. Ma un insegnamento ancora più importante è che i problemi strutturali di fondo devono essere corretti durante la ripresa, pena il rischio di creare le premesse per una nuova crisi.

Le banche centrali sono inoltre confrontate al rischio che, una volta giunto il momento di inasprire la politica monetaria, le dimensioni e la portata stesse dei loro provvedimenti non convenzionali impediscano un rientro tempestivo dallo stimolo monetario, mettendo a repentaglio la stabilità dei prezzi. Ne deriverebbe un danno determinante per la loro credibilità, e fors'anche per la loro indipendenza.

Per quanto le banche centrali in molte economie avanzate possano non avere altra scelta che mantenere per il momento la politica monetaria relativamente accomodante, esse dovrebbero sfruttare ogni altro mezzo a loro disposizione per intensificare le pressioni a favore di una riduzione dell'indebitamento, un risanamento dei bilanci e un aggiustamento strutturale. Dovrebbero inoltre essere doppiamente vigili nei confronti dell'accumulo di nuovi squilibri nei mercati delle attività.

Diversa è la situazione delle economie in rapida crescita. Anche in questo caso, tuttavia, le banche centrali si trovano sotto pressione. Come accennato, in molte economie emergenti le minacce per la stabilità monetaria e finanziaria sono evidenti già da tempo. Le autorità monetarie dovranno continuare a ricercare il giusto equilibrio, ma tale compito è reso ancora più arduo dai recenti segnali di esitazione della crescita e dalle politiche straordinariamente accomodanti nelle economie avanzate.

### Le prospettive per i conti pubblici sono drammatiche

A partire dal 2007, anno in cui ha avuto inizio la crisi finanziaria, il debito pubblico nelle economie avanzate è cresciuto in media da circa il 75% a oltre il 110% del PIL. I disavanzi delle amministrazioni pubbliche si sono mediamente dilatati dall'1,5 al 6,5% del PIL. Si potrebbe pensare che se non vi fosse stata la crisi finanziaria le fondamenta dei conti pubblici sarebbero oggi piuttosto solide. In realtà, tali fondamenta sono state puntellate solo temporaneamente dalla crescita in apparenza senza fine del gettito fiscale negli anni di boom. Abbattendo le entrate e innalzando la spesa per il finanziamento della rete di sicurezza sociale, la crisi finanziaria ha fatto esplodere i disavanzi e il debito delle amministrazioni pubbliche, e riportato con rinnovata urgenza l'attenzione delle autorità su una minaccia fondamentale che non appariva più tanto distante: il grave sottofinanziamento delle prestazioni pensionistiche e sanitarie garantite dai governi e le dimensioni ingestibili del settore pubblico.

In alcuni paesi i colossali programmi di assistenza al settore finanziario hanno devastato le finanze pubbliche. La retroazione fra il settore finanziario e il settore pubblico è stata così uno dei principali fattori di accelerazione del deterioramento fiscale; il nesso fra tensioni bancarie e pressioni del mercato sul debito sovrano si è considerevolmente intensificato negli ultimi due anni, specie in Europa.

Come si vedrà nel Capitolo V, questo vortice ha inghiottito il debito di molti prenditori sovrani, facendo loro perdere il privilegio di essere considerati dal mercato sostanzialmente immuni dal rischio di credito e, in tal senso, privi di rischio. Questa perdita è particolarmente preoccupante se si considerano la debolezza delle condizioni economiche e la dipendenza ancora pronunciata del sistema bancario internazionale dal sostegno pubblico. Il restringimento dell'offerta di attività di qualità elevata sta danneggiando il funzionamento dei mercati finanziari e innalzando i costi di finanziamento del settore privato. Sta inoltre contribuendo a spingere le banche verso comportamenti rischiosi, come la "rehypothecation", ossia lo stanziamento di una stessa attività a garanzia di più obbligazioni.

Durante l'anno trascorso l'attenzione mondiale si è focalizzata soprattutto sull'Europa, dove sono scoppiate crisi del debito sovrano a ritmi allarmanti. Ma, come dimostrato di recente dal declassamento del debito di Stati Uniti e Giappone e dagli avvertimenti delle agenzie di rating sul Regno Unito, gli squilibri strutturali di lungo periodo delle finanze pubbliche si estendono ben oltre l'area dell'euro.

Sebbene nei paesi emergenti il debito sia rimasto in media piuttosto stabile in rapporto al PIL, i governi in questi paesi dovrebbero mantenersi all'erta: i boom del credito e dei prezzi delle attività, infatti, hanno in molti casi dissimulato le debolezze di fondo delle finanze pubbliche, in via analoga a quanto avvenuto nelle economie avanzate prima della crisi finanziaria. Qualora i recenti segnali di rallentamento dovessero persistere, l'orizzonte fiscale delle economie emergenti potrebbe rapidamente offuscarsi.

Occorre pertanto che i governi in tutto il mondo affrontino le rispettive difficoltà di bilancio. In gran parte delle economie avanzate, soltanto per riportare il rapporto debito/PIL ai livelli pre-crisi, i saldi di bilancio al netto dei pagamenti per interessi dovranno registrare per venti anni consecutivi (a partire da ora) un avanzo superiore al 2% del PIL. Ogni nuovo anno di disavanzo, ovviamente, non fa che allungare il periodo di recupero. La questione non è quindi se, ma piuttosto come i governi debbano procedere nel risanamento. Vi è chi crede che dovrebbero concentrarsi esclusivamente sulla soluzione di lungo periodo, ignorando il breve termine. Altri sostengono che i piani di risanamento saranno credibili soltanto se cominceranno da subito, pena il rischio di far precipitare il merito di credito sovrano.

Fra questi due estremi, emergono fin d'ora con chiarezza alcuni aspetti. La priorità assoluta dovrebbe andare a misure di lungo periodo incisive e credibili, anche se ciò dovesse comportare scelte difficili nell'immediato. I governi nelle economie avanzate dovranno dimostrare in maniera convincente la determinazione a gestire adeguatamente i crescenti costi delle pensioni e dell'assistenza sanitaria dovuti all'invecchiamento della popolazione. Nel breve periodo potranno rendersi necessari anche tagli alla spesa e aumenti del gettito. Dove maggiori sono le difficoltà, si dovrà fare molto di più, adottando rapidamente riforme significative del settore pubblico. In molti paesi l'attuale processo di riduzione dell'indebitamento privato indebolisce nel breve periodo la domanda aggregata e ostacola la riforma dei conti pubblici. Le autorità di questi paesi dovrebbero creare un margine di manovra sufficiente a favorire il risanamento dei bilanci privati, anche mediante la ricapitalizzazione delle banche man mano che vengono riconosciute le perdite.

La fiducia, tuttavia, una volta persa è difficile da riconquistare. Il cammino che porterà i prenditori sovrani a essere nuovamente considerati privi di rischio sarà lungo. Alcuni paesi hanno già esaurito le opzioni a loro disposizione e non hanno altra scelta che intraprendere misure immediate per risanare le finanze pubbliche. Altri dovranno trovare il giusto equilibrio fra i provvedimenti a lungo e a breve termine. Al riguardo, una delle principali sfide che li attende sarà quella di non perdere la fiducia degli investitori.

Le economie che meno hanno risentito della crisi finanziaria dovrebbero considerare la loro attuale posizione di relativa solidità come un'opportunità

per instradare le rispettive finanze pubbliche su un sentiero sostenibile di lungo periodo. Quanto prima lo faranno, tanto maggiore sarà la flessibilità di cui disporranno per reagire alla prossima, inevitabile, crisi. Infine, tutti i paesi dovranno cercare di ostacolare il pericoloso meccanismo di retroazione fra settore finanziario e prenditore sovrano. A tal fine, dovranno muoversi prontamente per accrescere la capacità di tenuta dei rispettivi sistemi bancari e garantire che, al migliorare della congiuntura, vengano costituite riserve di bilancio.

## L'evoluzione della sfera finanziaria

Gli intermediari finanziari, già alle prese con le ricadute della crisi, devono oggi fare i conti con il mutato contesto di mercato e la nuova regolamentazione. In alcuni casi hanno realizzato progressi significativi sul fronte della ricapitalizzazione ma, come si vedrà nel Capitolo VI, il loro processo di adattamento alle nuove condizioni è tutt'altro che terminato e deve proseguire. La mole del lavoro ancora da compiere si evince dalla sfiducia che gli investitori continuano a mostrare nei confronti delle banche: il costo di acquisto della protezione da un'insolvenza bancaria (il premio sui credit default swap) è tanto elevato quanto lo era all'apice della crisi, e le azioni bancarie continuano a perdere terreno rispetto al mercato in generale.

Malgrado i passi avanti nella ricapitalizzazione, molte banche seguitano a operare con un alto grado di leva finanziaria, comprese quelle che appaiono ben capitalizzate, ma in realtà presentano enormi posizioni in derivati. Gli istituti di maggiori dimensioni continuano ad avere interesse ad accrescere la leva finanziaria senza prestare la debita attenzione alle conseguenze di un possibile fallimento: data la loro rilevanza sistemica, essi confidano che il settore pubblico si farà carico delle ripercussioni negative. Preoccupa inoltre vedere che, dopo una breve pausa indotta dalla crisi, l'attività di negoziazione è tornata a essere una delle principali fonti di reddito delle grandi banche.

In tale contesto, il settore finanziario sta gradualmente riassumendo il profilo di elevata rischiosità che lo caratterizzava prima della crisi. Le ingenti perdite incorse di recente nella negoziazione di derivati rappresentano un monito dei pericoli che ciò comporta. Si potrà dire con certezza di avere compiuto progressi fondamentali in merito alla struttura del sistema finanziario quando gli intermediari di maggiore entità potranno fallire senza che ne debbano rispondere i contribuenti e quando le dimensioni dell'intero settore finanziario rispetto al resto dell'economia saranno mantenute entro limiti più restrittivi.

Alcuni meccanismi possono contribuire ad allineare gli interessi degli operatori di mercato a quelli del pubblico in generale. Il primo consiste nella riforma delle politiche di remunerazione delle banche. Un secondo meccanismo concerne gli obbligazionisti bancari che, qualora il patrimonio netto di un intermediario finanziario diventi negativo, sono chiamati a pagarne il prezzo insieme al settore pubblico. Gli incentivi degli obbligazionisti risulteranno meglio allineati all'interesse della collettività laddove sia fatta maggiore chiarezza sulle perdite che gli investitori subiranno nel caso in cui le banche si trovino in difficoltà. Ciò richiederà una qualche combinazione fra l'impiego di

*bail-in bond* (che permettono di anticipare con relativa certezza le perdite per gli obbligazionisti in caso di crisi) e il rafforzamento dei poteri per la risoluzione delle crisi bancarie. Facendo più chiarezza sui rischi in cui incorrono gli investitori e revocando il sostegno pubblico fornito agli istituti di credito in relazione alla crisi, come ad esempio le garanzie sulle emissioni bancarie, si incoraggeranno gli investitori ad analizzare con più attenzione lo stato di salute delle banche prima di comprarne i titoli. A questo riguardo sarà fondamentale una maggiore trasparenza: aumentando la visibilità dei rischi assunti dagli intermediari, essa accrescerà la capacità di sorveglianza degli obbligazionisti.

In sintesi, le politiche pubbliche devono spronare le banche ad adottare modelli di business meno rischiosi, più sostenibili e meglio allineati all'interesse generale. Le autorità competenti potranno imprimere una spinta salutare in questa direzione assicurando che le riforme regolamentari concordate siano attuate universalmente e senza indugio. Oltre ad accrescere la trasparenza, ciò garantirà condizioni di parità concorrenziale per le banche attive a livello internazionale. Quel che più importa è che le autorità continuino a indurre le banche ad abbassare la leva finanziaria e impediscano loro di accrescerla nuovamente utilizzando tecniche e strumenti inediti. Tale compito, tuttavia, non dovrebbe limitarsi alle banche tradizionali. Una delle sfide aperte per le autorità prudenziali di tutto il mondo è quella di definire una solida regolamentazione applicabile anche al settore bancario ombra.

## Quale futuro per l'unione monetaria europea?

La crisi che attanaglia l'area dell'euro viene seguita con trepidazione dal resto del mondo per le sue potenziali ripercussioni. Ma se si guarda alle sue origini, essa può essere vista come un ammonimento, una convergenza esplosiva dei problemi che si potrebbero presentare anche altrove qualora le politiche non riuscissero a spezzare i circoli viziosi creati dalle debolezze globali descritte in questa Relazione: squilibri settoriali, eccesso di leva finanziaria, sovraindebitamento pubblico e forti pressioni sulle banche centrali.

Per ora gli effetti distruttivi di retroazione creati da questi problemi concernono soprattutto l'area dell'euro, dove alcuni governi, costretti al risanamento, non sono più in grado di sostenere il loro sistema bancario o la loro economia. La rapida perdita di fiducia degli investitori nei confronti di questi paesi ha provocato una frammentazione altrettanto rapida dei mercati finanziari dell'area dell'euro. In tale contesto, come può la moneta unica riconquistare credibilità, consentendo così all'Europa di ritornare alla prosperità e proseguire sul cammino verso un'ulteriore integrazione?

In parte la crisi dell'area dell'euro scaturisce da problemi fondamentali messi in luce dalla crisi finanziaria e condivisi da molte economie avanzate. Specularmente, in parte il suo superamento richiederà interventi di correzione necessari in molte altre economie: risanamento dei bilanci del settore privato, riequilibrio settoriale, consolidamento dei conti pubblici e ricapitalizzazione delle banche. L'Europa ha già compiuto passi avanti, riformando i mercati del lavoro e i sistemi di previdenza sociale e, mediante l'adozione del cosiddetto fiscal compact, richiedendo ai paesi di avere saldi di bilancio in equilibrio o in avanzo.

Ma la piena risoluzione della crisi dell'area dell'euro richiederà altresì che vengano rafforzate le stesse fondamenta istituzionali su cui poggia l'unione valutaria. Per capire l'importanza di questo aspetto, si rammenti che l'unione monetaria europea ha integrato i mercati finanziari e creato un'autorità monetaria accentrata in modo da consentire la libera e agevole circolazione dei capitali all'interno dell'area della moneta unica. Ma se da un lato le frontiere nazionali hanno perso rilevanza per la finanza e l'attività di banca centrale, dall'altro le autorità di un paese hanno ancora competenze soltanto limitate riguardo alle azioni che un intermediario finanziario compie in un altro paese. Per questo motivo non si dovrebbe pretendere che i contribuenti in un paese dell'unione monetaria siano chiamati a garantire finanziariamente le azioni intraprese in un altro paese dell'unione. Ne consegue inevitabilmente che un mercato finanziario paneuropeo e una banca centrale paneuropea richiedono un sistema bancario paneuropeo. In termini leggermente diversi, in un'unione valutaria che accentra la funzione di prestatore di ultima istanza per le banche, anche il sistema bancario va unificato. Le banche in Europa devono diventare banche europee.

Le recenti proposte di avanzamento sul fronte bancario consentono di compiere progressi rapidi, poiché si iscrivono nel quadro delle regole vigenti dell'unione monetaria. In primo luogo, verrebbe unificata la regolamentazione bancaria, attualmente frammentata lungo i confini nazionali. In secondo luogo, una regolamentazione bancaria unica accentrerebbe in capo ad autorità comuni le competenze di regolamentazione, vigilanza, assicurazione dei depositi e risoluzione delle crisi.

Se attuate, queste misure interromperanno la retroazione negativa fra le banche e il prenditore sovrano e spezzeranno altri legami distruttivi che rendono così grave la crisi attuale. Ristabiliranno il credito interbancario e l'accesso dei prenditori sovrani ai mercati obbligazionari. Consentiranno all'Eurosistema di abbandonare il ruolo non convenzionale e poco desiderabile di intermediario. Ruvviveranno la fiducia nella moneta unica, favorendo così il ritorno alle banche locali dei depositanti sia istituzionali sia al dettaglio. Una volta ripristinata la normalità con un sistema monetario e bancario unificato, i leader europei disporranno del tempo necessario per completare la costruzione dell'assetto istituzionale più ampio di cui l'unione monetaria ha bisogno.

## Sintesi

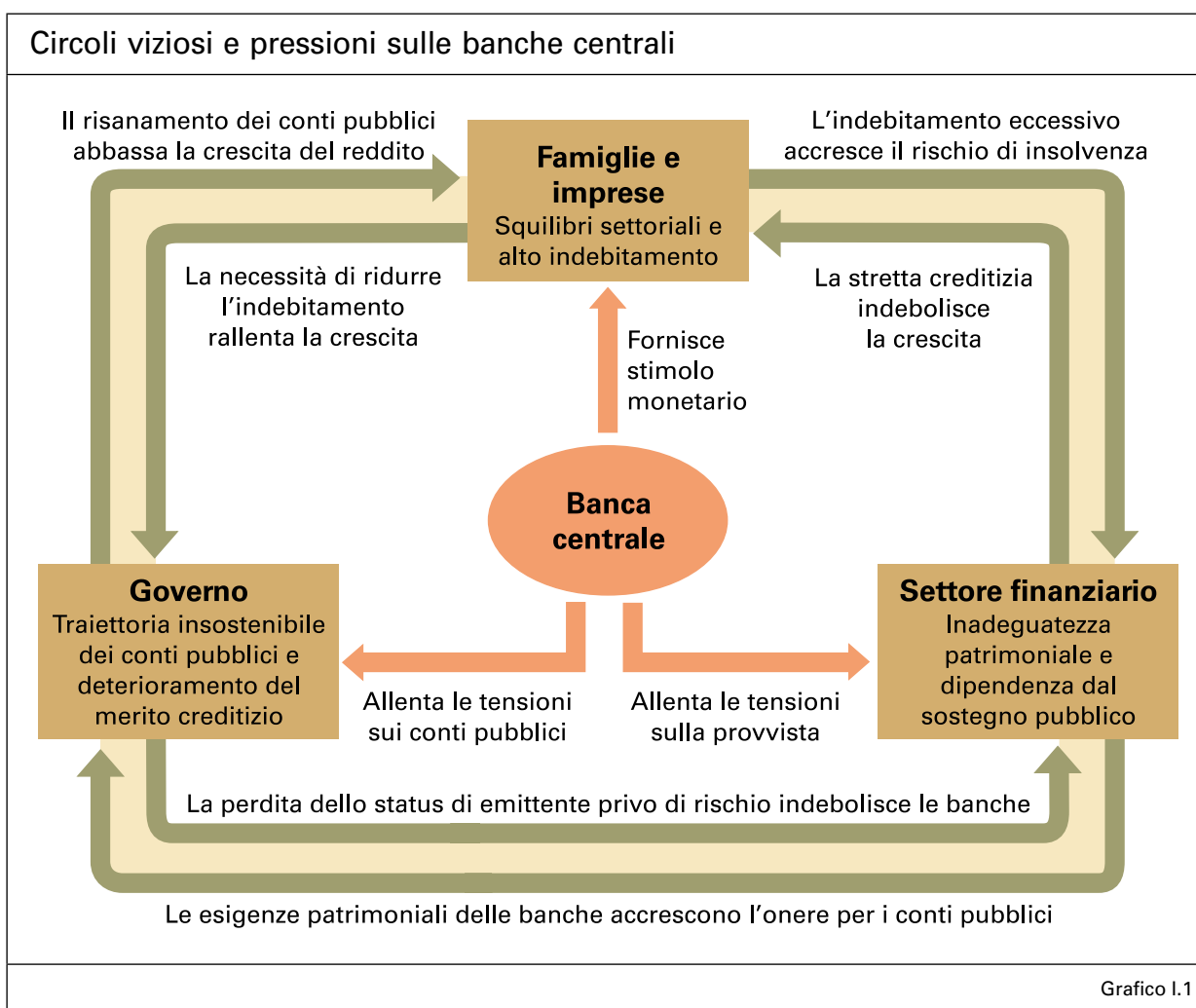
Il difficile compito di condurre l'economia mondiale su un sentiero di crescita bilanciata e in grado di autosostenersi non è ancora stato ultimato. Come illustra la presente Relazione, diverse vulnerabilità strutturali interagiscono fra loro, ostacolando le riforme necessarie nelle economie avanzate ed emergenti. Chi spera in una soluzione facile e immediata continuerà a essere deluso: soluzioni di questo tipo non esistono. E le banche centrali, già sovraccariche, non possono risolvere tali vulnerabilità. Di questo sembrano ben coscienti i consumatori nelle economie avanzate, che stanno riducendo l'indebitamento e moderando la spesa; ne sono coscienti le imprese, che rinviando gli investimenti e le assunzioni; infine, ne sono coscienti gli investitori, cauti di fronte



alla debolezza e alla rischiosità delle attuali prospettive: perché, altrimenti, accetterebbero i tassi di interesse reali negativi corrisposti sui titoli di Stato in molte economie avanzate?

Da un esame dell'economia nel suo complesso emerge che la necessità di aggiustamento concerne tre gruppi (grafico I.1): il settore finanziario deve riconoscere le perdite e ricapitalizzarsi; i governi devono riportare i conti pubblici su traiettorie sostenibili; le famiglie e le imprese devono ridurre l'indebitamento. Nell'attuale situazione, i problemi e i tentativi di aggiustamento di ciascun gruppo peggiorano la posizione degli altri due. Il settore finanziario esercita pressioni sui governi e rallenta la riduzione dell'indebitamento da parte di famiglie e imprese. I governi, a causa del deterioramento della loro affidabilità creditizia e dell'esigenza di risanare i conti pubblici, stanno minando la capacità di recupero degli altri settori. Infine, il processo di deleveraging di famiglie e imprese incide negativamente sulla ripresa di governi e banche. Tutti questi legami sono all'origine di molteplici circoli viziosi.

Al centro di tutto ciò, le banche centrali sono sollecitate a utilizzare ogni strumento a loro disposizione per arginare i danni. Sono incalzate a finanziare direttamente il settore finanziario e a mantenere i tassi di interesse straordinariamente bassi per allentare le tensioni sui governi, le famiglie e le imprese.



Queste intense pressioni mettono a repentaglio l'obiettivo di stabilità dei prezzi delle banche centrali, la loro credibilità e, in definitiva, la loro stessa indipendenza.

È pertanto fondamentale spezzare i circoli viziosi sopra delineati, e ridurre in tal modo le pressioni in capo alle banche centrali. Tale obiettivo presuppone il risanamento e il rafforzamento delle banche, e contemporaneamente il controllo delle dimensioni e della rischiosità del settore finanziario. Come già da noi auspicato nelle precedenti Relazioni, occorre che i bilanci delle banche riflettano accuratamente il valore delle attività; al riguardo sono stati realizzati progressi, ma le autorità dovrebbero premere ulteriormente in questa direzione. Nel contempo, esse dovranno assicurare una rapida ricapitalizzazione delle banche e vegliare a che queste ultime costituiscano riserve di capitale una volta migliorate le condizioni. Più in generale, le autorità devono dare attuazione alle riforme finanziarie concordate, elaborarne di simili per il sistema bancario ombra e contenere le dimensioni e la rilevanza del settore finanziario cosicché il fallimento di un intermediario non possa più essere la miccia di nuove crisi.

Nell'area dell'euro gli effetti deleteri dei circoli viziosi hanno raggiunto uno stadio avanzato che riflette non soltanto debolezze comuni ad altri paesi, ma anche la natura incompleta dell'integrazione finanziaria all'interno dell'unione monetaria. L'Europa potrà superare la crisi se sarà in grado di agire efficacemente su due fronti: da un lato, l'aggiustamento strutturale, il risanamento delle finanze pubbliche e la ricapitalizzazione delle banche; dall'altro, l'unificazione degli assetti per la regolamentazione, la vigilanza, la tutela dei depositi e la risoluzione delle crisi nel settore bancario. Questo approccio permetterà di arrestare una volta per tutte la dannosa retroazione fra la debolezza dei prenditori sovrani e la debolezza delle banche, e ritornare così a una situazione di normalità finanziaria che conceda il tempo necessario a perfezionare ulteriormente l'assetto istituzionale dell'area dell'euro.

Nel complesso, tanto in Europa quanto altrove, rivitalizzare le banche e moderare gli eccessi del settore finanziario permetterà di mettere fine all'interazione distruttiva fra questo e altri settori, aprendo la strada per le tappe successive, ossia il risanamento dei conti pubblici e la riduzione dell'indebitamento nei settori non finanziari dell'economia. Solo una volta ripristinata la solidità dei bilanci di tutti i settori, potremo sperare di ritornare su un sentiero di crescita equilibrata. Solo allora, i circoli viziosi che imprigionano l'economia mondiale lasceranno spazio a dinamiche virtuose.