

V. Ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche

Le posizioni di bilancio di molte economie avanzate si trovavano su un sentiero insostenibile ancor prima dell'insorgere della crisi finanziaria. Quest'ultima ha indotto un ulteriore deterioramento significativo della sostenibilità delle finanze pubbliche, ampliando i disavanzi e il debito. I mercati finanziari e le agenzie di rating hanno assunto di conseguenza una posizione più critica nei confronti del rischio di credito sovrano. Livelli di debito e disavanzo pubblico tollerati prima della crisi non sono stati più considerati sostenibili.

Questi sviluppi hanno indotto un aumento degli spread sui credit default swap (CDS) sovrani e declassamenti del rating di vari paesi, in particolare nel caso di Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. I declassamenti, tuttavia, hanno interessato anche emittenti sovrani (come Stati Uniti e Giappone) per i quali l'assenza di rischio è stata raramente messa in discussione e i cui costi di indebitamento si sono di fatto ridotti a causa dei flussi verso attività rifugio.

Tale fenomeno ha generato il timore che gli emittenti sovrani perdessero lo status di prenditori privi di rischio o, più specificatamente, che le loro passività divenissero soggette a un rischio di credito non trascurabile. In realtà, anche in un'ottica così circoscritta, la totale assenza di rischio è più un traguardo ideale che un obiettivo realistico. Anzi, l'eventualità peggiore è considerare priva di rischio un'attività che, nei fatti, non lo è. Proprio questo è ciò che è accaduto per molti titoli sovrani prima della recente crisi, e che tuttora avviene per alcuni di essi. In questa sede l'espressione "privo di rischio" serve a denotare le attività associate a una probabilità di rimborso sufficientemente elevata da consentire agli operatori finanziari di non tenere esplicitamente conto del rischio di credito nelle decisioni di investimento. L'esistenza di tali attività contribuisce all'ordinato ed efficiente funzionamento del sistema finanziario.

L'indebolimento del merito di credito sovrano influenza negativamente la stabilità finanziaria, la conduzione e la credibilità delle politiche monetaria e di bilancio, il funzionamento dei mercati finanziari e i costi di indebitamento del settore privato. Nell'attuale situazione di flebile crescita economica, perdurante fragilità dei mercati finanziari e forti pressioni sulle banche centrali, la maggiore rischiosità del debito sovrano desta particolare preoccupazione. È pertanto necessario ripristinare la sostenibilità delle posizioni di bilancio.

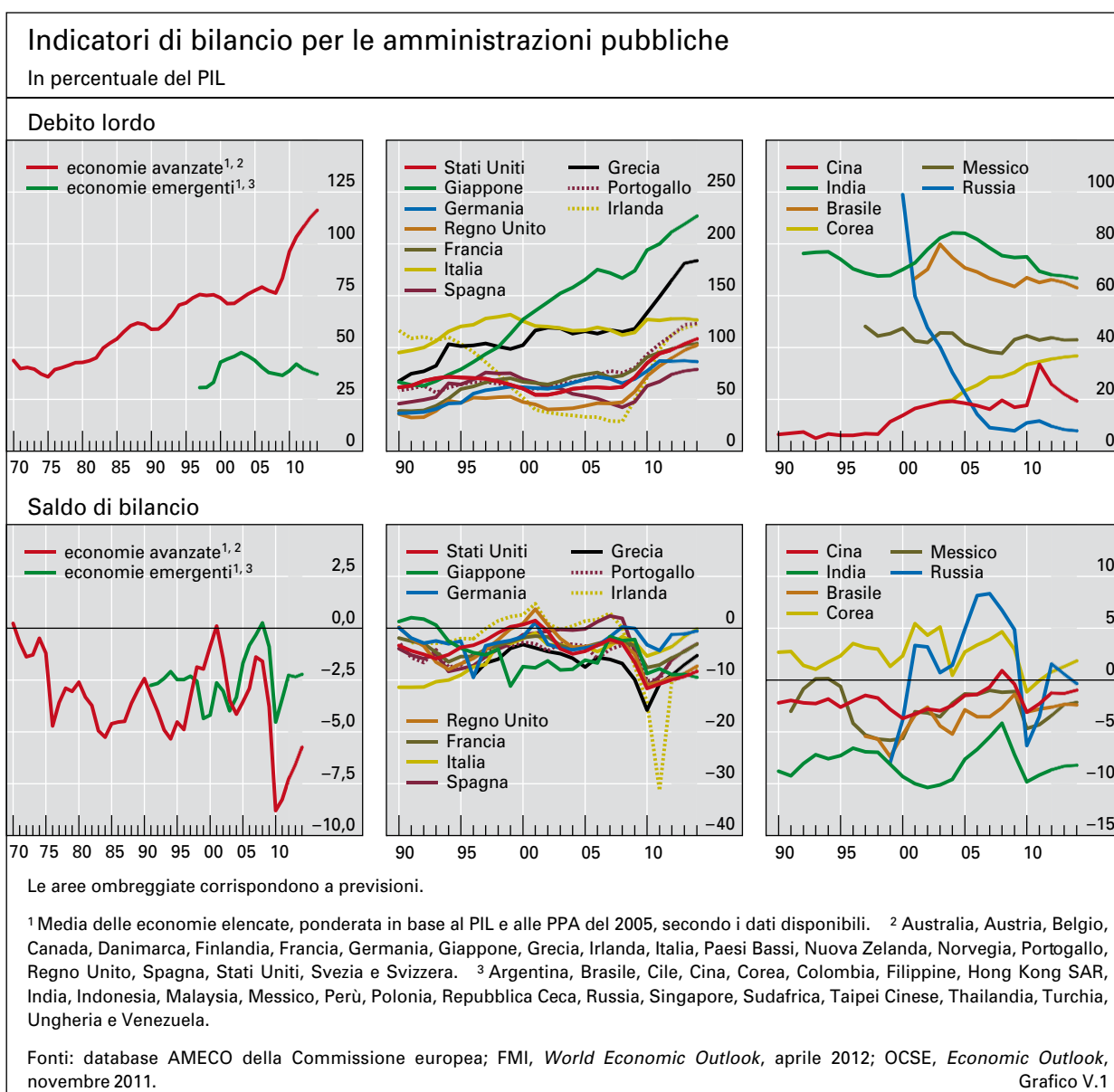
La sezione seguente prende in esame il deterioramento del merito di credito dei soggetti sovrani e le sue cause principali, mentre le sezioni successive analizzano le conseguenze di tale processo e ne illustrano le implicazioni per le politiche economiche.

La perdita dello status di prenditori privi di rischio: motivi e portata

Evoluzione delle finanze pubbliche

I timori per la sostenibilità delle finanze pubbliche nelle economie avanzate erano già presenti molto prima dell'insorgere della recente crisi finanziaria. In questi paesi il livello esplicito di indebitamento delle amministrazioni pubbliche (rapporto tra debito e PIL) ha registrato un costante aumento tra la metà degli anni settanta e la metà degli anni novanta. Nonostante la stabilizzazione del decennio successivo, ascrivibile all'azione congiunta di una robusta crescita economica mondiale e di sforzi di risanamento dei conti pubblici in Europa e negli Stati Uniti, tale rapporto è rimasto piuttosto elevato, per poi impennarsi a seguito della crisi finanziaria mondiale (grafico V.1).

Il debito pubblico esplicito, però, è solo una parte del problema. Il quadro delle finanze pubbliche diventa addirittura più cupo se si considerano gli aumenti previsti per la spesa pensionistica e sanitaria dovuti all'invecchiamento della



popolazione¹. Secondo le proiezioni, nei paesi sviluppati tali categorie di spesa aumenteranno in media di 7,9 punti percentuali del PIL fra il 2010 e il 2050².

In aggiunta, le posizioni di bilancio di alcune economie avanzate sono apparse meno gravi di quanto non fossero in realtà per effetto dei boom del credito e dei prezzi delle attività precedenti alla crisi. I governi di alcuni paesi, specie Irlanda e Spagna, sono stati indotti in un falso senso di sicurezza dall'aumento del gettito fiscale, che si è poi dimostrato esclusivamente riconducibile a boom finanziari insostenibili³. L'innalzamento temporaneo delle entrate fiscali provenienti dal settore finanziario e da quello immobiliare ha impresso ai saldi dei bilanci pubblici un'accelerazione straordinaria, maggiore di quella che ci si sarebbe attesi in una normale fase espansiva del ciclo economico, inducendo così i responsabili delle politiche a sovrastimare i saldi strutturali (cfr. il riquadro)⁴. Tali circostanze hanno a loro volta incoraggiato un allentamento delle politiche di bilancio, dimostratosi pericoloso quando ai boom finanziari è susseguita la fase di repentino calo.

A prima vista, la situazione delle finanze pubbliche nelle economie emergenti appare molto migliore di quella delle economie avanzate. Nelle prime, infatti, i disavanzi di bilancio e il debito pubblico in rapporto al PIL sono rimasti generalmente molto più contenuti (grafico V.1) e dal 2010 i rapporti debito/PIL si sono in media ridotti.

Ciò nonostante, e a dispetto delle apparenze, la situazione di fondo delle finanze pubbliche nelle economie emergenti potrebbe non essere così uniformemente solida. Come illustra il grafico V.1, esiste una notevole dispersione tra le posizioni di bilancio. Inoltre, la capacità di sostenere il debito delle economie emergenti è generalmente più bassa rispetto a quella delle economie avanzate, per una serie di fattori fra i quali precedenti storici di insolvenza e una minore capacità di riscossione tributaria. Esattamente come nelle economie avanzate, molti governi dei paesi emergenti stanno fronteggiando aumenti rilevanti della spesa pubblica per pensioni e sanità (pari in media a 7,0 punti percentuali del PIL fra il 2010 e il 2050) a causa dell'invecchiamento della popolazione⁵. Inoltre, i conti pubblici di alcune economie emergenti appaiono ingannevolmente migliori a causa dei boom del credito e dei prezzi delle attività, potenzialmente insostenibili (Capitolo III).

Una misura della sostenibilità delle finanze pubbliche è il c.d. "fiscal gap", ossia la variazione nel saldo primario di bilancio corretto per il ciclo necessaria

¹ Cfr. S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The future of public debt: prospects and implications", *BIS Working Papers*, n. 300, marzo 2010, nonché FMI, *Global Financial Stability Report*, aprile 2012, Capitolo 4.

² Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 per le economie avanzate elencate nella nota 2 del grafico V.1, le cui stime sono disponibili in Fiscal Affairs Department dell'FMI, *The challenge of public pension reform in advanced and emerging economies*, dicembre 2011, nonché in Fiscal Affairs Department dell'FMI, *Macro-Fiscal implications of health care reform in advanced and emerging economies*, dicembre 2010.

³ Cfr. J. Suárez, "The Spanish crisis: background and policy challenges", *CEPR Discussion Papers*, n. 7909, luglio 2010.

⁴ Cfr. anche BRI, *81ª Relazione annuale*, giugno 2011, Capitolo II.

⁵ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 per le economie emergenti elencate nella nota 3 del grafico V.1, le cui stime sono disponibili in Fiscal Affairs Department dell'FMI (2011), op. cit., nonché in Fiscal Affairs Department dell'FMI (2010), op. cit.

Ciclo finanziario, prodotto potenziale e saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo

La calibrazione delle politiche macroeconomiche si fonda sulle stime del prodotto potenziale o prodotto sostenibile, che consentono ai responsabili delle politiche di distinguere le oscillazioni cicliche dalle tendenze di più lungo periodo. La differenza fra prodotto effettivo e prodotto potenziale è generalmente definita "output gap". Il prodotto potenziale, tuttavia, non è direttamente osservabile. Questo riquadro illustra come si possano utilizzare le informazioni sul ciclo finanziario per stimare il prodotto potenziale e applica successivamente tali stime alla misurazione dei saldi strutturali di bilancio.

L'approccio più diffuso per stimare il prodotto potenziale e il corrispondente output gap consiste nel ricavare il trend temporale di lungo periodo dal prodotto effettivo applicando una procedura puramente statistica alle serie storiche del prodotto effettivo (ad esempio, il filtro di Hodrick-Prescott, HP). Tale metodo ha il vantaggio di essere semplice, ma non tiene conto di altre informazioni in merito alle relazioni economiche esistenti. Altri approcci si basano sull'uso di modelli e differiscono sostanzialmente per quanto riguarda le informazioni economiche considerate. Il tipo di informazione più comunemente utilizzato concerne la relazione fra l'attività economica e l'inflazione (curva di Phillips), secondo l'idea di fondo che l'inflazione varia al variare dell'output gap. Altre metodologie si spingono addirittura oltre e tengono conto anche di informazioni relative alla funzione di produzione dell'economia.

Gli approcci esistenti non incorporano informazioni sul ciclo finanziario. Vi sono tuttavia buoni motivi per ritenere che le condizioni nei mercati finanziari possano avere ripercussioni profonde sul prodotto. Ciò è particolarmente vero nei periodi in cui il credito e i prezzi delle attività si muovono al di fuori degli intervalli di valori sostenibili, provocando squilibri finanziari. Andamenti di questo tipo possono ad esempio accompagnarsi a dinamiche degli investimenti e dei consumi che, nel tempo, rischiano di comportare gravi distorsioni nell'allocazione del prodotto e dello stock di capitale. Per quanto nel breve periodo possano sembrare benigni, su orizzonti più lunghi tali insostenibili boom sono in grado di minare la sostenibilità del prodotto. Con l'esplicitarsi dei loro effetti, infatti, il prodotto va gradualmente superando i livelli sostenibili.

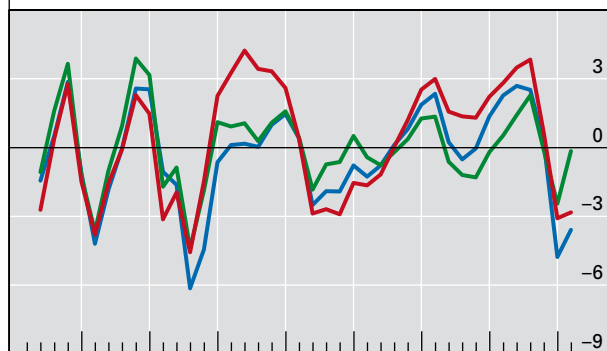
Nella presente analisi si cerca di colmare questa lacuna incorporando nell'approccio statistico più diffuso per la stima del prodotto potenziale (il filtro HP) le informazioni relative al ciclo finanziario. Per semplicità, sono qui considerate soltanto le informazioni desumibili dagli aggregati creditizi⁹. In particolare, si utilizza come approssimazione delle condizioni finanziarie la deviazione percentuale del credito al settore privato corretto per l'inflazione dalla rispettiva media campionaria. Il peso di questa variabile viene aumentato man mano che il rapporto credito/PIL si muove al di fuori degli intervalli storici, segnalando così la presenza di andamenti insostenibili o l'accumulo di squilibri finanziari.

A fini illustrativi, il grafico V.A.1 mette a confronto per gli Stati Uniti e la Spagna l'output gap stimato tenendo conto dell'andamento del credito, quello ottenuto applicando il filtro HP standard e quello riportato dall'OCSE in base all'approccio che considera la funzione di produzione. Le stime del prodotto potenziale basate sull'andamento del credito evidenziano un livello di gran lunga inferiore durante i periodi di espansione creditizia insostenibile che hanno preceduto la crisi finanziaria in entrambi i paesi. Per contro, per i periodi in cui il credito si è mosso all'interno di intervalli più ristretti, svolgendo pertanto un ruolo meno preminente, i diversi approcci danno risultati molto simili. È questo ad esempio il caso degli Stati Uniti negli anni settanta, un periodo di più intensa regolamentazione dei mercati finanziari.

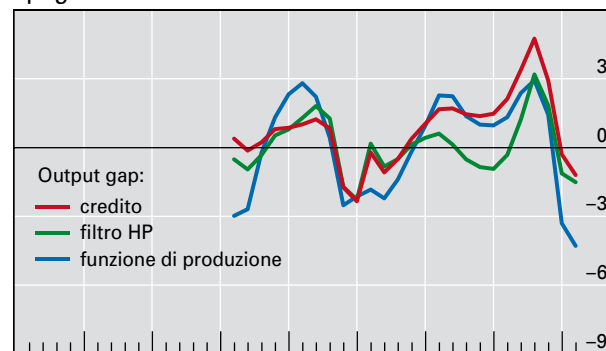
Stime alternative dell'output gap

In punti percentuali

Stati Uniti



Spagna



Fonti: OCSE, *Economic Outlook*, novembre 2011; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico V.A.1

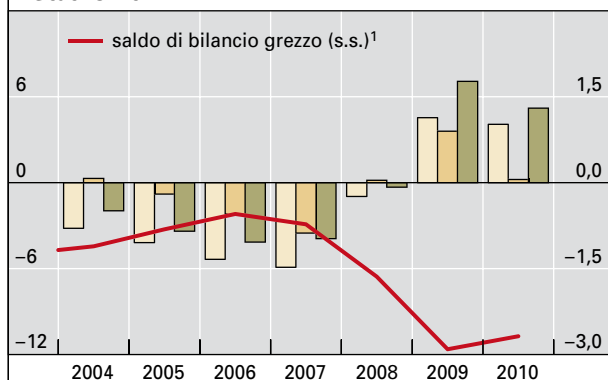
Al fine di valutare la significatività economica delle differenze fra le varie stime dell'output gap, utilizziamo tali stime per depurare i saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche dagli effetti del ciclo economico. La costruzione dei saldi di bilancio strutturali presuppone la stima dell'elasticità delle diverse categorie di tassazione e di spesa pubblica rispetto all'output gap; a questo scopo vengono qui utilizzate le stime dell'OCSE². Va sottolineato che non si effettuano correzioni ulteriori per tenere conto degli effetti addizionali che i boom dei prezzi delle attività potrebbero avere sulle entrate delle amministrazioni pubbliche. Pertanto, le differenze nei saldi di bilancio corretti per gli effetti del ciclo riflettono unicamente le differenze nell'output gap stimato.

Il grafico V.A.2 riporta i saldi di bilancio non corretti di Stati Uniti e Spagna e le correzioni cicliche desunte dalle varie stime dell'output gap. Al riguardo, si considera di norma economicamente significativa una differenza di oltre mezzo punto percentuale. Come si evince dal grafico, la differenza fra le stime basate sull'andamento del credito e le altre stime risulta generalmente di quest'ordine di grandezza. Inoltre, i saldi corretti per gli effetti del ciclo utilizzando le stime basate sul credito assumono i valori più bassi durante i periodi di boom insostenibile del credito, in linea con l'opinione secondo cui tali boom migliorano in apparenza le finanze pubbliche, come del resto hanno confermato gli eventi.

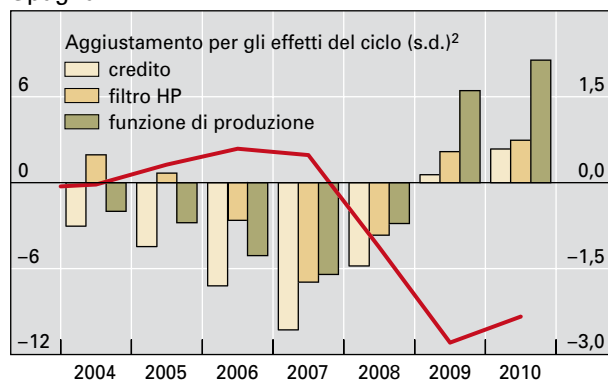
² Un'analisi più completa richiederebbe che si considerino anche le informazioni sui prezzi delle attività, specie quelle immobiliari (cfr. ad esempio il Capitolo III nonché M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione). Per informazioni tecniche sulla procedura di stima, cfr. C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione. ³ Cfr. N. Girouard e C. André, "Measuring cyclically adjusted budget balances for OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 434, 2005.

Saldi di bilancio e aggiustamenti ciclici

Stati Uniti



Spagna



¹ In percentuale del PIL. ² Correzione del saldo di bilancio grezzo per gli effetti del ciclo in base alle stime alternative dell'output gap; in punti percentuali.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*, novembre 2011; elaborazioni BRI.

Grafico V.A.2

a riportare il rapporto debito/PIL delle amministrazioni pubbliche a un livello sostenibile su un determinato orizzonte temporale⁶. Per quanto esistano pareri discordanti sul livello ottimale del rapporto debito/PIL, a titolo chiaramente indicativo l'evidenza empirica disponibile mostra che valori superiori all'85% incidono negativamente sulla crescita⁷. Se così fosse e date le esperienze recenti, ciò implicherebbe che il rapporto debito/PIL dovrebbe essere decisamente inferiore all'85% per lasciare spazio di manovra a politiche di bilancio anticicliche e a un aumento del debito pubblico durante una recessione.

Come esercizio indicativo, per riservarsi tale margine precauzionale si potrebbe prendere come valore di riferimento di lungo periodo un rapporto

⁶ Si tratta di una proxy imperfetta della sostenibilità delle finanze pubbliche, dal momento che questa dipende anche da fattori che il fiscal gap non riesce a cogliere.

⁷ Cfr. S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", *BIS Working Papers*, n. 352, settembre 2011.

Andamento del fiscal gap					
In punti percentuali					
	Fiscal gap ¹		Scomposizione delle variazioni nel fiscal gap, 2007-12 ²		
	2007 ³	2012	Variazione nel saldo primario corretto per gli effetti del ciclo	Variazione del debito	Variazione degli interessi sul debito
Giappone	7,4	12,2	2,6	1,7	0,4
Nuova Zelanda	3,2	9,6	5,5	0,8	0,1
Stati Uniti	3,8	9,4	5,0	1,2	-0,5
Lussemburgo	9,3	9,3	0,0	0,0	0,0
Irlanda	3,1	8,6	2,3	2,3	1,0
Regno Unito	6,5	8,5	1,9	1,2	-1,1
Paesi Bassi	5,4	6,3	1,0	0,3	-0,4
Belgio	4,6	6,0	1,5	0,3	-0,4
Finlandia	3,8	5,7	1,4	0,4	0,1
Canada	3,5	5,5	2,5	0,4	-0,9
Francia	4,8	5,4	0,3	0,9	-0,5
Slovacchia	4,9	5,2	-0,8	0,7	0,4
Germania	4,1	4,8	1,2	-0,1	-0,4
Polonia	1,9	4,7	1,7	0,6	0,5
Austria	3,5	4,6	0,9	0,5	-0,3
Rep. Ceca	5,0	4,6	-1,2	0,7	0,1
Corea	4,3	4,3	0,0	0,0	0,0
Spagna	3,1	4,2	0,7	0,7	-0,3
Ungheria	6,6	3,5	-3,1	0,1	-0,1
Grecia	7,8	3,3	-6,3	1,4	0,4
Australia	2,4	3,2	0,5	0,5	-0,2
Portogallo	4,2	3,0	-1,9	0,5	0,2
Italia	3,7	2,6	-1,0	0,1	-0,3
Svizzera	2,2	2,2	0,0	0,0	0,0
Danimarca	1,7	2,0	0,1	0,1	0,1
Svezia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Aumento immediato del rapporto fra saldo primario al netto degli effetti del ciclo e PIL necessario a portare le passività finanziarie lorde al 50% del PIL nel 2050; comprende i costi per la spesa sanitaria e le cure di lungo periodo, nonché gli aumenti previsti per la spesa pensionistica. ² Il contributo delle variazioni è calcolato come differenza rispetto al fiscal gap in una simulazione di riferimento che ipotizza che la spesa pensionistica, sanitaria e per le cure di lungo periodo rimanga costante in rapporto al PIL. Un contributo negativo indica un miglioramento del saldo corretto per gli effetti del ciclo o un calo degli interessi corrisposti sul debito pubblico fra il 2007 e le proiezioni per il 2012. ³ Il fiscal gap implicito tiene conto dell'impatto prodotto sul fiscal gap per il 2012 dalle condizioni prevalenti nel 2007 in termini di posizione di bilancio corretta per gli effetti del ciclo, livelli del debito e tassi di interesse.

Fonte: OCSE, "Fiscal consolidation: how much is needed to reduce debt to a prudent level?", *OECD Economics Department Policy Notes*, n.11, aprile 2012. Tabella V.1

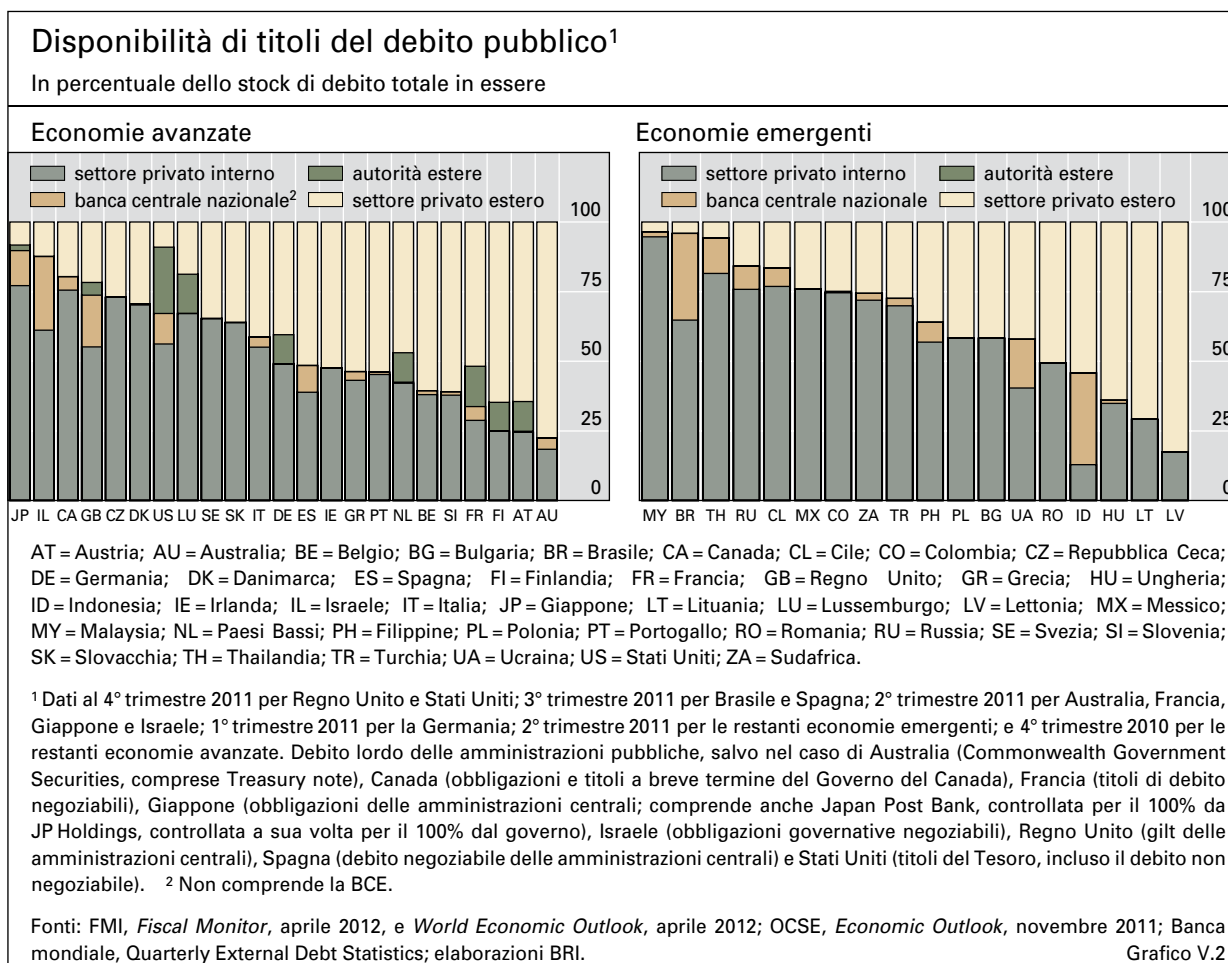
per esempio del 50% da conseguire entro il 2050. Assumendo tale valore come guida approssimativa e tenuto conto degli aumenti previsti per la spesa pensionistica e sanitaria, gran parte delle economie avanzate dovrebbe migliorare immediatamente il saldo primario corretto per il ciclo di almeno il 3% del PIL rispetto ai livelli previsti per il 2012⁸ in base alle stime dell'OCSE (tabella V.1)⁹. Nel 2012 questa misura del fiscal gap è particolarmente ampia

⁸ Sulla base delle proiezioni del 2011.

⁹ Cfr. OCSE, "Fiscal consolidation: how much is needed to reduce debt to a prudent level?", *OECD Economics Department Policy Notes*, n. 11, aprile 2012, nonché R. Merola e D. Sutherland, "Fiscal consolidation: Part 3. Long-run projections and fiscal gap calculations", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 934, gennaio 2012, dove si riportano anche i dettagli delle ipotesi alla base delle proiezioni.

per Giappone, Irlanda, Regno Unito e Stati Uniti, collocandosi oltre l'8% del PIL. Per Canada, Francia e Paesi Bassi il fiscal gap non è molto più basso e varia dal 5,4 al 6,3% del PIL. Gli attuali valori per Grecia, Italia e Portogallo sono inferiori, collocandosi tra il 2,6 e il 3,3%, e si devono principalmente ai maggiori avanzi primari corretti per il ciclo in rapporto al PIL previsti per il 2012 in seguito alle recenti manovre di riequilibrio delle finanze pubbliche. L'unico paese nel campione che, in base a questa misura, non necessita di correzioni è la Svezia. L'ampiezza del fiscal gap sottolinea l'esigenza per molte economie avanzate di procedere a un profondo risanamento dei bilanci pubblici per ripristinare la sostenibilità fiscale.

La vulnerabilità delle finanze pubbliche non dipende solo dagli andamenti macroeconomici e di bilancio nel lungo periodo, ma anche da chi detiene i titoli del debito pubblico (grafico V.2). A parità di altre condizioni, una quota maggiore di obbligazioni detenute entro i confini nazionali, come in Brasile e Giappone, può consentire temporaneamente rapporti debito/PIL più elevati: è infatti meno probabile che un'eventuale fuga di capitali stranieri abbia gravi ripercussioni, e i pagamenti per interessi rappresentano un fattore di freno minore per il reddito nazionale. Inoltre, una più ampia presenza di istituzioni pubbliche fra i detentori stranieri del debito pubblico, come accade per gli Stati Uniti, può assicurare una maggiore stabilità dei costi di indebitamento delle amministrazioni pubbliche, essendo minore la probabilità che i detentori



istituzionali esteri reagiscano in base alla pubblicazione di dati macroeconomici congiunturali o a bruschi rialzi dell'avversione al rischio sui mercati mondiali.

Anche la posizione patrimoniale netta sull'estero può influenzare la stabilità delle finanze pubbliche. I paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro presentano un ingente saldo negativo per tale posizione in rapporto al PIL. A fine 2011 il paese che riportava il dato peggiore in tal senso era il Portogallo con il -108% del PIL, seguito da Irlanda (-95%), Spagna (-86%) e Grecia (-73%). Per contro, la posizione ampiamente in attivo del Giappone (51%) concorre a limitare la vulnerabilità della rispettiva posizione di bilancio, sebbene il rapporto debito/PIL si collocasse al 212% nel 2011.

Impatto della crisi finanziaria sui bilanci pubblici

La crisi finanziaria ha prodotto un marcato deterioramento della situazione delle finanze pubbliche nelle economie avanzate. L'indebitamento di pressoché tutte le amministrazioni pubbliche dei paesi sviluppati è aumentato sensibilmente rispetto al 2007 (grafico V.1). Neanche le economie emergenti, peraltro, sono state risparmiate, benché i loro livelli di debito non siano cresciuti altrettanto.

È possibile valutare l'impatto marginale della crisi finanziaria e del periodo immediatamente successivo sulla sostenibilità delle finanze pubbliche esaminando l'evoluzione del fiscal gap. In diverse grandi economie avanzate (quali Giappone, Regno Unito e Stati Uniti), il fiscal gap è aumentato marcatamente per effetto dell'ampliamento di disavanzi e debito pubblico generato dalla crisi (tabella V.1). Anche in Irlanda e Spagna, nonostante i recenti sforzi di risanamento, fra il 2007 e il 2012 si è osservato un incremento del fiscal gap. In entrambi questi paesi, gli aumenti vanno ricondotti quasi in egual misura all'espansione del debito pubblico e del disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo.

Gli ingenti disavanzi pubblici in cui i governi sono incorsi in risposta alla crisi si devono a svariati fattori. Le poste non discrezionali dei bilanci sono diminuite per la flessione delle entrate tributarie e l'azione degli stabilizzatori automatici. Numerosi governi hanno messo in atto rilevanti pacchetti di stimolo fiscale per contrastare il rallentamento dell'attività macroeconomica. Nelle fasi immediatamente successive alla crisi, molti paesi hanno inoltre fornito sostegno alle istituzioni finanziarie aventi sede nella propria giurisdizione mediante programmi di acquisto di attività, iniezioni dirette di capitale e garanzie sul debito. I programmi di assistenza finanziaria sono stati spesso di dimensioni rilevanti, con investimenti iniziali che si sono spinti fino al 55% del PIL¹⁰. Inoltre, come già osservato, nei paesi in cui si erano verificati boom del credito e dei prezzi delle attività il gettito fiscale si è contratto in misura di gran lunga maggiore di quanto non sarebbe successo a seguito di un calo ciclico dell'attività macroeconomica.

¹⁰ Cfr. C. Borio, B. Vale e G. von Peter, "Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?", *BIS Working Papers*, n. 311, giugno 2010.

Impatto del deterioramento dello stato di salute del debito sovrano sul sistema finanziario

La crisi ha innescato un circolo vizioso tra rischio bancario e rischio sovrano: da un lato, la fragilità del sistema finanziario ha prodotto effetti deleteri sulle finanze pubbliche; dall'altro, la percezione di un peggioramento del merito di credito sovrano ha compromesso lo stato di salute delle istituzioni finanziarie.

La percezione di un peggioramento del merito creditizio dei titoli pubblici si è riversata sul settore finanziario attraverso diversi canali¹¹. Ha diminuito il valore di mercato dei titoli di Stato detenuti dalle banche e ha ridotto la disponibilità di garanzie di qualità elevata. Ciò ha avuto ripercussioni negative sulle condizioni di finanziamento delle banche (come si evince dalla sezione seguente e dal Capitolo VI). Inoltre, l'aggravarsi delle percezioni sulla capacità dei prestatori sovrani di fornire una rete di sicurezza al sistema finanziario ha provocato un aumento dei costi di indebitamento delle istituzioni finanziarie. Questo nesso è stato particolarmente evidente in Grecia, Italia, Portogallo e Spagna, dove la percezione di una minore capacità di fornire sostegno ufficiale alle banche durante lo scorso anno ha generato un calo del loro rating complessivo¹². Infine, poiché i prestatori sovrani non sono più considerati privi di rischio, il debito pubblico è divenuto un sostituto più prossimo del debito bancario nel portafoglio degli investitori, aumentando il rischio di spiazzare questa tipologia di strumenti. Tale effetto, pur riguardando tutti gli emittenti privati, incide maggiormente sulle banche in considerazione del loro elevato fabbisogno di finanziamento.

I prezzi di mercato riflettono chiaramente l'aumento del rischio di un circolo vizioso. Le correlazioni fra i differenziali sui CDS bancari e sovrani sono aumentate sensibilmente dall'inizio del 2010. Ciò vale non solo per i CDS di uno stesso paese ma anche per molte coppie di CDS bancari e sovrani di paesi diversi. Per esempio, il coefficiente di correlazione fra le variazioni giornaliere dei CDS bancari e sovrani francesi è salito da 0,38 nel 2008-09 a 0,79 nel 2010-11. Nello stesso periodo il coefficiente corrispondente è aumentato anche in Germania (da 0,33 a 0,66), Italia (da 0,53 a 0,78), Regno Unito (da 0,34 a 0,71) e Spagna (da 0,38 a 0,71).

Reazioni al deterioramento dello stato di salute del debito sovrano

In molte economie avanzate i costi di indebitamento pubblico a lungo termine sono aumentati considerevolmente negli ultimi due anni. I timori per il merito di credito sovrano sono stati particolarmente pronunciati in alcuni paesi dell'area dell'euro. I rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni in Grecia, Irlanda e Portogallo sono aumentati marcatamente nel 2010. Quelli di Grecia e Portogallo hanno segnato un'impennata nel 2011, raggiungendo alla fine dell'anno rispettivamente il 35,0 e il 13,4%. Dopo essere stati estromessi di

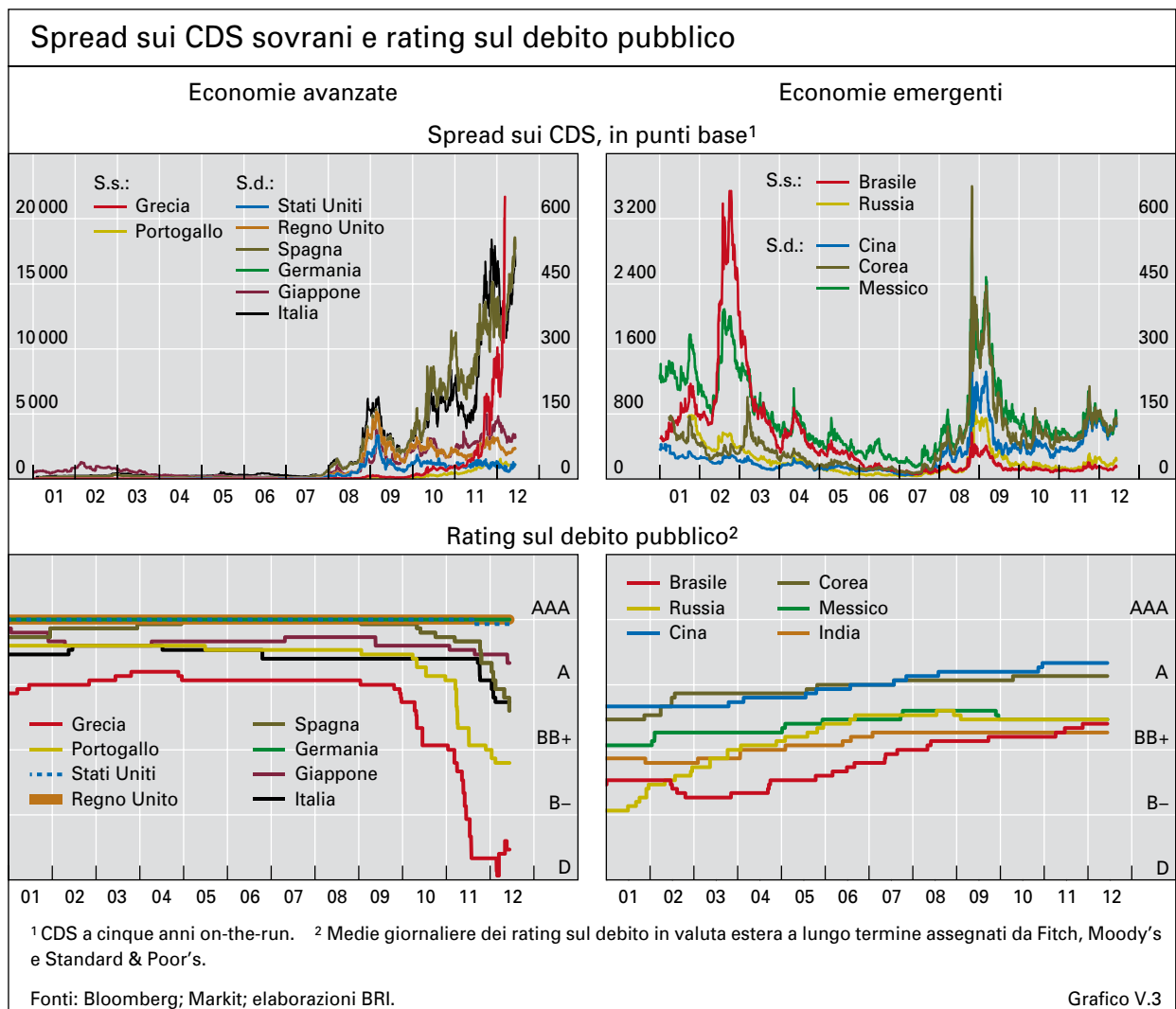
¹¹ Per una trattazione più approfondita, cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", *CGFS Publications*, n. 43, luglio 2011.

¹² Cfr. N. Tarashev, "Le diverse cause dei recenti declassamenti di rating delle banche", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2011, pagg. 10-11 del capitolo "La crisi del debito sovrano dell'area dell'euro muove i mercati finanziari mondiali".

fatto dai mercati, ciascuno dei tre paesi in questione ha chiesto assistenza finanziaria ufficiale. I costi di indebitamento a lungo termine di Italia e Spagna, il cui debito pubblico congiunto nel 2011 era pari a circa EUR 2,7 trilioni, sono cresciuti rispettivamente al 5,9 e 6,6% a fine maggio 2012. Per contro, alla stessa data i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni di Germania, Giappone e Stati Uniti erano scesi nell'ordine a 1,2, 0,8 e 1,6%, a causa della fuga verso la sicurezza.

Come si può riscontrare nei prezzi dei derivati creditizi, l'aumento del rischio di credito sovrano è stato ancora più generalizzato. Gli spread sui CDS sovrani di molte economie avanzate hanno raggiunto livelli inediti verso la fine del 2011 e, nonostante un moderato calo all'inizio del 2012, rimangono molto elevati (grafico V.3, diagramma in alto a sinistra). Perfino i mercati del debito che hanno beneficiato della fuga verso la sicurezza e del conseguente calo dei costi di indebitamento hanno registrato un aumento degli spread sui propri CDS.

L'erosione del merito di credito percepito delle economie avanzate si è altresì riflessa in riduzioni generalizzate dei rating (grafico V.3, diagramma in basso a sinistra). Anche gli Stati Uniti, l'emittente della moneta di riserva più utilizzata al mondo, hanno subito in agosto 2011 un declassamento del rating sovrano da parte di Standard & Poor's, allorché la commissione congiunta del



Congresso per la riduzione del disavanzo non è riuscita a trovare un accordo su una solida strategia di medio termine per ridimensionare il debito pubblico. Come avvenuto per i prezzi di mercato, i declassamenti potrebbero aver rispecchiato non soltanto il deterioramento delle finanze pubbliche indotto dalla crisi ma anche una riconsiderazione del rischio sovrano, in base alla quale i livelli ritenuti sostenibili prima della crisi sono stati giudicati più rischiosi.

I mercati e le agenzie di rating sono stati più ottimisti nei confronti delle economie emergenti. Gli spread sui CDS sovrani delle principali economie emergenti sono rimasti relativamente stabili nel corso degli ultimi due anni e, nonostante un rialzo nella seconda metà del 2011, si sono mantenuti su livelli decisamente inferiori ai massimi registrati nel 2008-09 (grafico V.3, diagramma in alto a destra). Inoltre, i rating creditizi delle economie emergenti hanno mostrato una tendenza al rialzo negli ultimi dieci anni, che li ha portati a convergere in certa misura verso quelli delle economie avanzate (grafico V.3, diagramma in basso a destra). Ciò nonostante, il quadro non è omogeneo. Alcune economie emergenti minori sono state declassate negli ultimi anni. Per altre, malgrado la rapida crescita economica, i costi di indebitamento e il merito di credito sono rimasti praticamente immutati. Infine, i rating di numerosi paesi dell'Asia emergente risultano attualmente inferiori a quelli osservati prima della crisi finanziaria asiatica del 1997.

La perdita dello status di prenditori privi di rischio: conseguenze

Il deterioramento del merito di credito sovrano ha effetti indesiderati significativi: pregiudica la stabilità finanziaria e la credibilità delle politiche macroeconomiche, e fa lievitare i costi di indebitamento del settore privato.

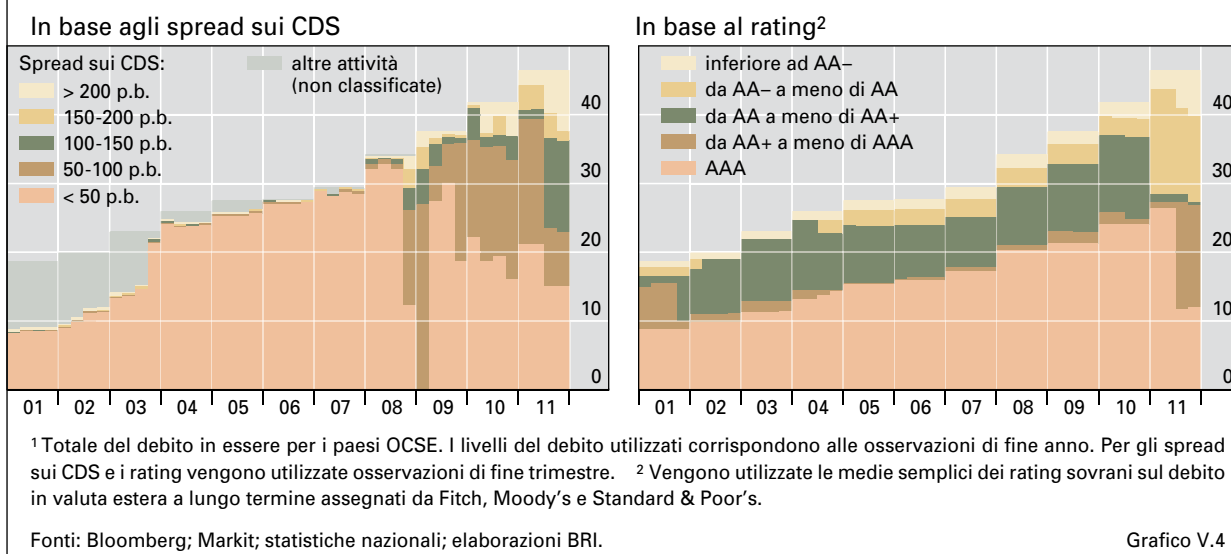
La perdita dello status di prenditori privi di rischio da parte dei soggetti sovrani compromette la stabilità finanziaria. I governi con un debito rischioso non riescono a fornire una rete di sicurezza affidabile al sistema finanziario quale ultima ancora per la stabilità. Inoltre, agli operatori privati avversi al rischio e agli intermediari finanziari viene a mancare uno strumento di protezione della ricchezza che è prezioso e stabilizzante in periodi di tensione, anche come garanzia. Infatti, il profilo di rischio dell'intero stock dei titoli di Stato si è deteriorato significativamente, come indicano sia gli spread sui CDS (grafico V.4, diagramma di sinistra) sia i rating creditizi (diagramma di destra). Di conseguenza, l'insieme complessivo dei titoli di Stato "sicuri" si è ristretto proprio quando la domanda è aumentata per effetto della fuga verso la sicurezza, generando una notevole carenza di attività sicure nel sistema finanziario mondiale.

La maggiore rischiosità del debito sovrano indebolisce la stabilità macroeconomica anche attraverso gli effetti sulla politica di bilancio e sulla politica monetaria. Nel primo caso riduce il margine a disposizione per attuare politiche anticicliche intese alla stabilizzazione, mentre nel secondo può minare la credibilità della politica monetaria dando adito a timori di predominanza della politica di bilancio e di monetizzazione del debito pubblico¹³. Tutto ciò

¹³ Cfr. anche BRI, "Threat of fiscal dominance?", *BIS Papers*, n. 65, maggio 2012.

Profilo del rischio di credito dell'insieme del debito delle amministrazioni centrali¹

In trilioni di dollari USA



può far venir meno l'ancoraggio delle aspettative di inflazione e avere effetti destabilizzanti sul piano macroeconomico.

Infine, se il merito di credito di un soggetto sovrano viene percepito come deteriorato, i costi di finanziamento lieviteranno praticamente per tutti i prenditori privati all'interno del paese. I tassi di interesse sui titoli di Stato rappresentano infatti la soglia minima effettiva per i costi di indebitamento della maggioranza di tali prenditori¹⁴, oltre a essere fortemente correlati con tali costi (grafico V.5) in particolar modo durante le crisi¹⁵.

Come riacquistare lo status di prenditori privi di rischio

I governi di molte economie avanzate dovranno migliorare significativamente i saldi di bilancio per riportare le finanze pubbliche su un sentiero sostenibile e ristabilire la fiducia dei mercati nelle loro posizioni di bilancio. È questa una condizione imprescindibile per ritornare a una crescita sostenibile. A tale scopo sarà necessario risanare efficacemente i conti pubblici e spezzare il circolo vizioso fra rischio bancario e rischio sovrano.

Il risanamento dei conti pubblici è già iniziato in diverse economie avanzate (Capitolo II), ma occorrono azioni aggiuntive. In base alle stime dell'OCSE, nelle economie avanzate i disavanzi primari corretti per il ciclo sono mediamente diminuiti in rapporto al PIL al 4,1% nel 2011, e si prevede che continuino a scendere al 3,1% nel 2012 e al 2,1% nel 2013. Lo stesso indicatore nel 2011 è stato in media più contenuto nelle economie emergenti, dove dovrebbe evidenziare solo una lieve riduzione nei prossimi due anni¹⁶. Ciò

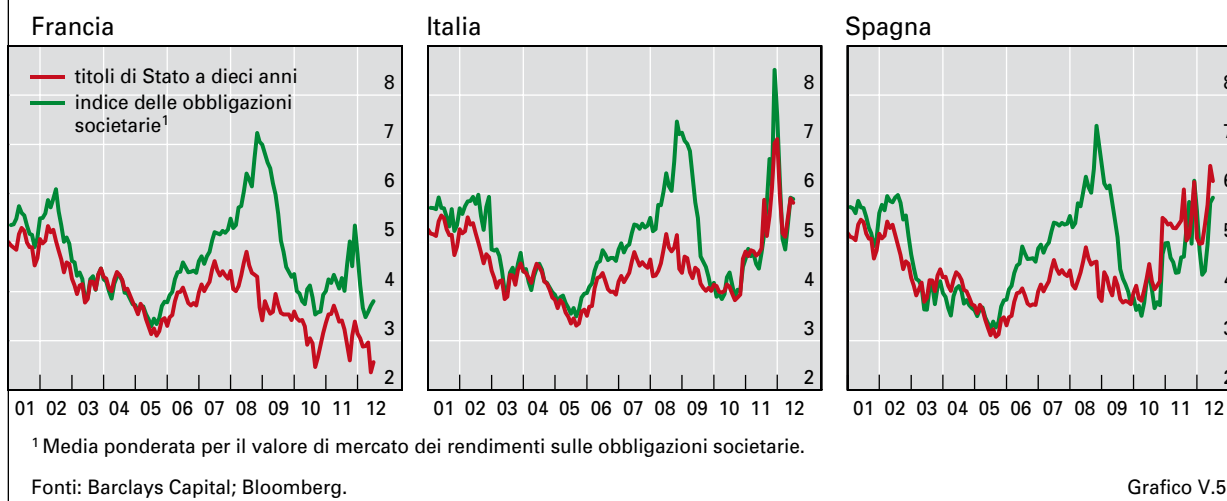
¹⁴ Fra le rare eccezioni si annoverano in genere le multinazionali, caratterizzate da una diversificazione internazionale dei ricavi e dell'attività.

¹⁵ Cfr. G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier e J. Mueller, "Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability", *IMF Working Papers*, n. 12/33, gennaio 2012.

¹⁶ Cfr. FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2012.

Rendimenti dei titoli di debito di amministrazioni pubbliche e imprese

In percentuale



nonostante, molti fra i paesi che hanno messo in atto misure di riduzione del disavanzo nominale in rapporto al PIL non sono stati in grado di rispettare gli obiettivi fissati a tale riguardo, a causa dell'azione combinata di una crescita inferiore alle attese e di disavanzi più ampi del previsto.

I mercati finanziari possono sia favorire che ostacolare il ritorno alla sostenibilità delle finanze pubbliche. Da una parte, la disciplina di mercato può fornire incentivi al risanamento di bilancio, ma dall'altra i mercati possono assecondare troppo a lungo le difficoltà delle finanze pubbliche e reagire in ritardo. I responsabili delle politiche, pertanto, non dovrebbero attendere il manifestarsi di segnali nei mercati per dare corso al riequilibrio dei conti pubblici.

I governi devono realizzare le riforme dei sistemi pensionistici e sanitari senza alcun indugio. Si ridurrebbero così le passività contingenti a lungo termine delle amministrazioni pubbliche e si accrescerebbe la fiducia nella sostenibilità di lungo periodo dei conti pubblici.

In molte economie avanzate è necessario procedere a rilevanti correzioni fiscali e a profonde riforme del settore pubblico per ristabilire la sostenibilità finanziaria. Nello specifico la tempistica e la portata di tali misure rifletteranno inevitabilmente le condizioni proprie di ciascun paese. Un eccessivo differimento del risanamento, però, potrebbe compromettere il clima di fiducia del mercato, con un aumento dei costi di indebitamento. Per alcuni paesi la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche si è talmente deteriorata che l'unica strada percorribile è quella di un immediato risanamento. In tali casi è necessario dare impulso alla fiducia, elemento essenziale per rilanciare la crescita economica.

Le raccomandazioni di policy differiscono in merito alla tempistica migliore per il risanamento dei conti pubblici. Queste differenze rispecchiano in parte l'incertezza insita nelle misure dei moltiplicatori fiscali, che possono dipendere dallo stato dell'economia e dai vincoli alla politica monetaria. Studi recenti indicano che i moltiplicatori possono essere più ampi in condizioni di output

gap negativo e di tassi di interesse ufficiali prossimi allo zero, situazione in cui si trovano attualmente tutte le principali economie avanzate¹⁷. Ciò detto, in una recessione patrimoniale i moltiplicatori fiscali possono risultare più bassi rispetto a una recessione normale. In particolare, nel primo caso è probabile che gli operatori eccessivamente indebitati (attualmente le famiglie, in genere) utilizzino una frazione maggiore di ciascuna unità di reddito aggiuntiva per ridurre il debito piuttosto che per aumentare la spesa discrezionale.

Ciò suggerisce altresì che il risanamento di bilancio dovrebbe considerare la possibilità di utilizzare il margine di manovra disponibile nelle finanze pubbliche per sostenere il riequilibrio dei bilanci dei settori finanziario e non finanziario, ove necessario. Nei paesi in cui sussiste un problema di correzione degli squilibri di bilancio del settore privato tale margine deve essere creato per gestire il problema, senza pregiudicare il risanamento complessivo e la riduzione del debito (Capitoli III e VI).

È importante che i responsabili delle politiche economiche orientino le aspettative degli operatori e dei mercati finanziari incoraggiandoli a guardare oltre il brevissimo termine. Ciò significa comunicare con chiarezza il probabile impatto delle misure pianificate per il risanamento dei conti pubblici sui vari orizzonti temporali. Gli studi fanno ritenere che gli effetti negativi di una stretta fiscale sull'attività economica siano solo temporanei¹⁸.

Aumentando la flessibilità dell'economia è possibile contenere eventuali effetti avversi di breve periodo sul prodotto e accelerare il ritorno a una crescita sostenibile nel più lungo termine. Un ruolo di particolare importanza è svolto dalle politiche strutturali, anche in materia di riforma dei mercati dei beni e servizi e del lavoro, perché possono agevolare la riallocazione delle risorse, promuovere la competitività e sostenere la crescita della produttività.

In una prospettiva di più lungo periodo i responsabili delle politiche devono adottare misure per spezzare il circolo vizioso fra settore finanziario e rischio sovrano. Una tappa essenziale in tale processo consiste nell'incoraggiare le banche a costituire riserve di capitale e di liquidità: è questo un obiettivo prioritario delle riforme della regolamentazione in corso (Capitolo VI), che limiterebbe la probabilità per i governi di doversi far carico nuovamente di salvataggi bancari. Un altro punto fondamentale è adottare un approccio particolarmente prudente nei periodi favorevoli, costituendo riserve di bilancio tali da poter fornire se del caso sostegno al sistema finanziario senza compromettere il proprio merito di credito (cfr. la sezione precedente). Infine, i coefficienti di ponderazione per il rischio applicati ai titoli di debito pubblici detenuti dalle banche dovrebbero basarsi su una valutazione realistica del rischio di credito sovrano, come quella promossa dagli standard di Basilea con

¹⁷ Cfr. A. Baum, M. Poplawski-Ribeiro e A. Weber, "Fiscal multipliers and the state of the economy", *IMF Working Papers*, di prossima pubblicazione; J. DeLong e L. Summers, "Fiscal policy in a depressed economy", marzo 2012, mimeo; e R. Barrell, D. Holland e I. Hurst, "Fiscal consolidation: Part 2. Fiscal multipliers and fiscal consolidations", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 933, febbraio 2012.

¹⁸ Cfr. K. Clinton, M. Kumhof, D. Laxton e S. Mursula, "Budget consolidation: short-term pain and long-term gain", *IMF Working Papers*, n. 10/163, luglio 2010; C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir e S. Mursula, "Global effects of fiscal stimulus during the crisis", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n. 5, 2010; e FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2010, Capitolo 3.

il metodo basato sui rating interni (IRB). Le banche sarebbero così scoraggiate dall'aver una eccessiva concentrazione di obbligazioni sovrane nei propri portafogli. Contrariamente allo spirito del metodo citato, molte banche e autorità di vigilanza hanno assegnato una ponderazione di rischio pari a zero ai titoli di Stato del paese di origine, accrescendo l'incentivo a detenere tali attività¹⁹.

I paesi meno colpiti dalla crisi finanziaria, fra i quali molte economie emergenti, potrebbero cogliere l'opportunità per condurre le proprie finanze pubbliche su un sentiero sostenibile nel lungo termine. Ciò permetterebbe loro di essere meglio preparati a fronteggiare l'aumento della spesa pubblica pensionistica e sanitaria dovuto all'invecchiamento della popolazione e consentirebbe un margine di manovra più ampio per perseguire politiche di bilancio anticicliche in futuro.

Sintesi

I soggetti sovrani hanno perso il loro status di prenditori privi di rischio con una rapidità preoccupante. In molte economie avanzate le posizioni di bilancio erano già insostenibili prima della crisi, la quale a sua volta ha indotto un ulteriore marcato peggioramento. Il deteriorarsi delle finanze pubbliche ha pregiudicato la stabilità finanziaria, diminuito la credibilità della politica monetaria e di bilancio, ostacolato il funzionamento dei mercati finanziari, e fatto lievitare i costi di indebitamento del settore privato. Per ripristinare la sostenibilità dei conti pubblici sarà necessario mettere in atto una efficace azione di risanamento che promuova la crescita economica a lungo termine e spezzare il circolo vizioso fra rischio bancario e rischio sovrano.

¹⁹ Ad esempio, una direttiva UE stabilisce un coefficiente di ponderazione del rischio pari a zero per i titoli di Stato emessi dai paesi membri che siano denominati e finanziati in valuta locale. Cfr. anche H. Hannoun, "Sovereign risk in bank regulation and supervision: where do we stand?", intervento al Financial Stability Institute High-Level Meeting, Abu Dhabi, Emirati Arabi Uniti, 26 ottobre 2011.