

Presentazione dei capitoli a contenuto economico

Capitolo I

La crisi finanziaria ha lasciato le autorità alle prese con un pesante retaggio, specie nei paesi industriali. Nell'impostazione delle politiche, esse devono adottare una prospettiva di medio-lungo periodo e al tempo stesso far fronte a una ripresa ancora fragile e disomogenea. Le famiglie hanno appena iniziato a ridurre il proprio indebitamento, e continueranno quindi a ridimensionare la spesa. I provvedimenti di sostegno straordinari hanno contribuito ad arginare il contagio fra mercati, evitando il peggio. Ma alcune misure ritardano i necessari aggiustamenti nell'economia reale e nel settore finanziario, dove il processo di riduzione del grado di leva e di risanamento dei bilanci è tutt'altro che concluso. Tutto ciò continua a pesare sul clima di fiducia. Le vulnerabilità ancora presenti nel sistema finanziario, combinate agli effetti collaterali dei rimedi di emergenza adottati, rischiano di causare una ricaduta del paziente e di pregiudicare le iniziative di riforma.

Le politiche di sostegno macroeconomiche hanno dei limiti. Le recenti reazioni di mercato mostrano che quelli dello stimolo fiscale sono già stati raggiunti in vari paesi. In molte economie industriali occorrono subito misure volte a riequilibrare in tempi ravvicinati le finanze pubbliche. Tali misure devono essere accompagnate da riforme strutturali per favorire la crescita e garantire la sostenibilità a lungo termine dei bilanci. Quanto alla politica monetaria, malgrado la fragilità macroeconomica e il livello contenuto dell'inflazione di fondo nelle maggiori economie avanzate, è importante non dimenticare che un periodo troppo lungo di tassi ufficiali prossimi allo zero, in condizioni di liquidità abbondante, comporta distorsioni e crea rischi per la stabilità finanziaria e monetaria.

È necessario portare a termine la fondamentale riforma del sistema finanziario affinché esso poggi su basi più solide e possa sostenere in futuro una crescita elevata e duratura. Anzitutto, il processo di riforma dovrebbe produrre politiche più efficaci di regolamentazione e vigilanza che si inscrivano in un quadro di riferimento integrato. Nel nuovo assetto globale per la stabilità finanziaria dovrebbero confluire i contributi delle politiche regolamentari, prudenziali e macroeconomiche. Con il sostegno di solidi dispositivi di governance e della cooperazione internazionale, tale assetto promuoverebbe il perseguimento congiunto degli obiettivi di stabilità finanziaria e macroeconomica.

Capitolo II

Mentre alcune economie emergenti sono a rischio di surriscaldamento, il PIL in gran parte delle economie avanzate è ancora nettamente al di sotto dei livelli antecedenti la crisi, nonostante il forte stimolo monetario e fiscale. La rapida crescita del debito di taluni paesi solleva questioni urgenti riguardo alla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Le banche hanno accresciuto le riserve precauzionali di capitale e i loro profitti hanno tratto beneficio da una serie di fattori temporanei. Esse restano tuttavia vulnerabili a nuove perdite su crediti. Come mostrano le recenti turbolenze nei mercati della provvista, quando il clima di mercato volge al

peggio gli istituti bancari possono essere soggetti a pressioni significative sul fronte del rifinanziamento. Nonostante i progressi compiuti, il risanamento dei bilanci delle banche nei paesi colpiti dalla crisi è lungi dall'essere ultimato. Occorre proseguire nella ristrutturazione e nel rafforzamento del sistema finanziario.

Durante la crisi le banche centrali hanno abbassato drasticamente i tassi ufficiali al fine di stabilizzare il sistema finanziario e l'economia reale. Questi tagli essenziali, integrati da misure non convenzionali di politica monetaria adottate per far fronte alle disfunzioni dei mercati finanziari, sono riusciti a evitare il tracollo economico. Ma la politica monetaria non può restare espansiva indefinitamente. Un basso livello dei tassi di interesse altera le decisioni di investimento. Vanno vagliati attentamente anche i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal prolungato periodo di tassi ufficiali estremamente bassi. Questa situazione può incoraggiare i mutuatari ad accorciare la durata media delle loro passività, favorire l'assunzione di posizioni rischiose a crescente leva finanziaria e ritardare la necessaria correzione dei bilanci. Sebbene sia possibile e auspicabile che le autorità affrontino tali rischi con altri strumenti, sussiste comunque l'eventualità che la politica monetaria debba essere inasprita prima di quanto giustificato da considerazioni basate sulle sole prospettive macroeconomiche.

Capitolo III

Nelle economie di mercato emergenti (EME) la ripresa è vigorosa e le pressioni inflazionistiche in aumento. Visto il basso livello dei tassi ufficiali nei principali centri finanziari, molte EME temono che le loro migliori prospettive di crescita possano attirare afflussi destabilizzanti di capitali, favorendo l'apprezzamento della moneta. Alcune di esse continuano a mantenere i tassi ufficiali su livelli bassi e a contrastare l'apprezzamento del cambio mediante massicci interventi nei mercati valutari. Queste politiche sono generalmente accompagnate da un'ingente espansione dei bilanci bancari, dal rapido aumento del credito e dall'iperreazione dei prezzi delle attività. Si moltiplicano così i rischi di surriscaldamento dell'economia nazionale. Al fine di promuovere una crescita più bilanciata sia all'interno sia all'estero, alcune EME potrebbero fare maggiore ricorso a tassi di cambio flessibili e all'inasprimento della politica monetaria. Inoltre, per accrescere la resilienza del sistema finanziario agli shock interni ed esterni possono fornire un importante contributo gli strumenti prudenziali. I controlli sui movimenti di capitali, invece, pur potendo avere un'utilità limitata e temporanea, difficilmente saranno efficaci nel medio periodo.

Capitolo IV

Il livello del debito pubblico in molti paesi industriali ha imboccato un sentiero di crescita insostenibile. Gli attuali disavanzi di bilancio, in parte ciclici e in parte gonfiati dalle misure di contrasto alla crisi, sono elevati in rapporto al PIL. Per giunta, la spesa collegata all'invecchiamento della popolazione è destinata a crescere considerevolmente nell'arco dei prossimi decenni. I recenti sviluppi in Grecia e in altri paesi dell'Europa meridionale mettono in evidenza la rapidità con cui i dubbi degli investitori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche possono propagarsi da un paese all'altro. Inoltre, i livelli elevati del debito pubblico rischiano di deprimere la crescita economica a lungo termine e in definitiva di mettere in pericolo la stabilità monetaria.

Capitolo V

Siffatti rischi evidenziano l'urgenza di adottare misure credibili per ridurre i disavanzi di bilancio correnti in vari paesi industriali. Al fine di contrastare gli squilibri fiscali a lungo termine sono necessarie riforme strutturali che accelerino la crescita del prodotto potenziale e contengano l'aumento futuro degli esborsi collegati all'età. Tali misure possono avere effetti negativi sulla crescita nel breve periodo, ma questi sono di gran lunga preferibili all'alternativa di dover far fronte a un'improvvisa perdita di fiducia del mercato. Un programma di risanamento dei conti pubblici, che riduca i disavanzi di vari punti percentuali in rapporto al PIL nell'arco di alcuni anni, apporterebbe considerevoli benefici in termini di tassi di interesse a lungo termine bassi e stabili, minore fragilità del sistema finanziario e, in definitiva, migliori prospettive di investimento e di crescita nel lungo periodo.

Capitolo VI

La crisi ha messo in luce le gravi carenze di alcuni modelli operativi delle società finanziarie. Per lungo tempo queste ultime hanno conseguito saggi di redditività dell'attivo relativamente modesti, impiegando tuttavia un elevato grado di leva per centrare gli obiettivi di redditività del capitale proprio. Esse hanno inoltre sfruttato appieno i vantaggi offerti dal basso costo del finanziamento a breve termine. Tale strategia ha reso più volatili i loro profitti, specie durante i periodi di tensione dei mercati. Dall'inizio della crisi gli investitori sono divenuti più selettivi nei confronti delle società finanziarie, premiando quelle che adottano modelli più prudenti e robusti. La priorità dei responsabili delle politiche è ora quella di incorporare nel quadro di riferimento regolamentare i criteri più stringenti imposti dal mercato. Una migliorata qualità del patrimonio, un minore grado di leva e fonti di provvista più stabili dovrebbero rafforzare in futuro la capacità di tenuta del sistema. Ciò non andrà necessariamente a scapito della redditività di medio periodo, specie qualora il processo di ristrutturazione prosegua e venga progressivamente eliminato l'eccesso di capacità. Inoltre, l'adozione di modelli operativi più robusti dovrebbe contenere i costi di finanziamento, favorendo così una performance solida, stabile e sostenibile del settore.

Capitolo VII

La stabilità del sistema finanziario è messa a repentaglio da incentivi distorti e da effetti di retroazione prociclici. Una politica macroprudenziale, che ampli la prospettiva della politica prudenziale tradizionale, può efficacemente rafforzare la resilienza del sistema finanziario alla prociclicità adattando gli strumenti prudenziali convenzionali. Ad esempio, allorché in una fase di boom l'espansione effettiva del credito supera quella tendenziale è possibile costituire riserve patrimoniali anticicliche da liberare durante la fase di contrazione. Altre misure come l'applicazione di massimali al rapporto *loan-to-value* (LTV) nel credito immobiliare possono fungere da stabilizzatori automatici risultando più vincolanti durante le fasi di espansione, quando le banche cercano generalmente di accrescere i volumi dei mutui ipotecari accettando rapporti LTV elevati. Approcci di questo tipo potrebbero essere utili nel contenere gli eccessi del credito e dei prezzi delle attività, e frenare così l'accumulo di vulnerabilità finanziarie sistemiche.

L'azione di contrasto alla prociclicità è strettamente collegata alle tradizionali politiche di stabilizzazione macroeconomiche. Un sistema finanziario più resiliente integra le politiche monetarie e di bilancio anticicliche, contribuendo

a fronteggiare le minacce per la stabilità finanziaria nelle fasi recessive. Ciò detto, è comunque necessario che la politica monetaria si opponga maggiormente al formarsi di vulnerabilità finanziarie sistemiche durante i periodi di boom. Tale risultato potrà essere ottenuto allungando l'orizzonte di riferimento adottato, e perseguendo così in modo più efficace la stabilità dei prezzi nel lungo periodo.