

I. Costruire un futuro stabile

Il pessimismo ha finito per stancare, e l'ottimismo sta prendendo piede. Ma il pessimismo indotto dalla lenta ripresa dalla crisi finanziaria è realmente superato dagli eventi? L'ottimismo è giustificato? Vari fatti farebbero oggi propendere per un nuovo atteggiamento. L'espansione nelle economie emergenti è robusta e la ripresa nei paesi che erano stati al centro della crisi del 2007-09 pare avere assunto una dinamica in grado di autosostenersi. Purtroppo, le sfide da affrontare sono imponenti: debito alle stelle, squilibri globali, tassi di interesse estremamente bassi, riforme regolamentari incompiute nonché statistiche finanziarie ancora troppo lacunose per fare luce sulle tensioni nazionali e internazionali.

Gli aumenti del debito sovrano collegati alla crisi hanno peggiorato le traiettorie già insostenibili dei conti pubblici, mentre il debito del settore privato rimane troppo alto. Il risultato è che oggi le autorità e le famiglie non dispongono di pressoché alcun margine di manovra. Tutte le crisi finanziarie, specie quelle generate da un boom dei prezzi immobiliari indotto dal credito, lasciano dietro di sé perduranti sequele. Ma occorre guardarsi da quelle politiche che rallenterebbero gli inevitabili aggiustamenti. Quanto prima le economie avanzate abbandoneranno il modello di crescita trainata dall'indebitamento che le ha precipitate nella Grande Recessione, tanto prima si libereranno del debito destabilizzante accumulato nell'arco dell'ultimo decennio e ritorneranno a una crescita sostenibile. È giunta l'ora di risanare le finanze pubbliche e private.

L'integrazione mondiale dei mercati e dei sistemi finanziari in atto continua a produrre benefici considerevoli e tangibili. Questi benefici, tuttavia, si accompagnano a rischi che vanno gestiti adeguatamente. L'offerta e la domanda aggregate paiono sostanzialmente bilanciate su scala mondiale. Ma i saldi di conto corrente, dopo essere calati durante la crisi, sono tornati ad aumentare. Ciò significa che la domanda interna è troppo elevata in alcuni paesi e troppo bassa in altri. E se da un lato gli squilibri di conto corrente potrebbero scomparire in maniera ordinata e innocua, dall'altro vi è il pericolo che continuino a crescere e alimentino la richiesta di misure protezionistiche. È proprio in quest'ambito che la cooperazione e il coordinamento internazionali delle politiche sono a un tempo più necessari e più carenti.

I flussi netti di capitale non sono tuttavia l'unico problema: contano anche i flussi lordi, e questi sono straordinariamente ampi. Un'inversione repentina di tali flussi potrebbe risultare fortemente destabilizzante per i prezzi delle attività, i tassi di interesse e persino i prezzi dei beni e dei servizi nei paesi sia destinatari sia di provenienza dei flussi. I flussi internazionali rendono inoltre possibile una rapida crescita del credito anche in assenza di risparmio

interno. La persistenza di tassi di interesse insolitamente bassi ha contribuito a incoraggiare e agevolare tali flussi.

Molte delle sfide con le quali ci confrontiamo oggi sono conseguenza diretta del terzo anno consecutivo di condizioni finanziarie estremamente accomodanti. I tassi di interesse prossimi allo zero nelle principali economie avanzate rischiano sempre più di ricreare quelle stesse distorsioni che intendevano originariamente contrastare. L'impetuosa crescita delle economie emergenti ha fatto sì che in un primo momento fossero questi i paesi al centro dell'attenzione allorché, due anni fa, l'inflazione è tornata a crescere. Ma adesso, con il manifestarsi di forti rincari dei prezzi di alimentari, energia e altre materie prime, l'inflazione è divenuta una preoccupazione globale. La logica conclusione è che, a livello mondiale, l'impostazione corrente della politica monetaria non è compatibile con la stabilità dei prezzi.

I progressi compiuti nella regolamentazione finanziaria durante l'anno trascorso rappresentano un'enorme conquista. Si sono raggiunti accordi internazionali su requisiti patrimoniali più stringenti e nuovi standard di liquidità per le banche, ed è iniziata la loro attuazione. Si continua tuttavia a lavorare per risolvere importanti questioni ancora aperte. Occorre assicurare che le istituzioni finanziarie di importanza sistemica siano in grado di superare il prossimo grande shock quando inevitabilmente si presenterà. Occorre istituire migliori regimi di risoluzione delle crisi all'interno delle singole giurisdizioni e creare dispositivi di raccordo fra di loro. E occorre continuare a erigere un perimetro regolamentare sufficientemente robusto ed esteso da ricomprendere ogni istituzione che agisca come una banca.

Ovviamente, occorre anche assicurare l'accettazione universale del nuovo schema regolamentare. Gli investitori e le istituzioni finanziarie devono comprendere e riconoscere che il panorama finanziario è cambiato e che devono adeguare i loro comportamenti di conseguenza. Per i regolatori e le altre autorità competenti la sfida resta quella di rendere i requisiti compatibili con gli incentivi, cioè fare in modo che i decisori delle istituzioni finanziarie ritengano nel loro stesso interesse adottare comportamenti che riducono il rischio di collasso sistemico.

Infine, per monitorare l'attività finanziaria e prevenire situazioni di stress sono necessarie statistiche migliori e più complete su mercati e istituzioni. Concordare le soluzioni più adatte a colmare queste lacune informative e metterle rapidamente in pratica sono presupposti altrettanto essenziali per la salvaguardia della stabilità finanziaria.

Le sfide summenzionate – elevato debito pubblico e privato, squilibri globali, rischi di un protrarsi di condizioni monetarie estremamente accomodanti, riforme finanziarie ancora incompiute e statistiche lacunose – sono i temi trattati nei capitoli economici della Relazione annuale di quest'anno. Come introduzione, viene presentata una breve rassegna degli eventi economici e finanziari nell'anno trascorso, cui segue una sintesi dei capitoli successivi.

Uno sguardo al recente passato

Due sviluppi hanno dominato il panorama economico e finanziario nel corso dell'ultimo anno: la crescente fiducia in una ripresa ormai in grado di

autosostenersi e il protrarsi dei problemi connessi al debito sovrano di alcuni paesi periferici dell'area dell'euro.

La ripresa nelle economie avanzate

Per gran parte del 2010 la ripresa delle principali economie avanzate ha seguito un andamento alquanto irregolare. La debolezza dei dati macroeconomici, unitamente ai problemi di bilancio nell'area dell'euro, hanno destato timori di una battuta d'arresto della crescita o persino di un suo arretramento. In risposta, le principali banche centrali hanno differito la normalizzazione delle politiche monetarie e fornito stimolo introducendo o rinnovando misure non convenzionali.

Nell'ottobre 2010 la Bank of Japan ha annunciato un programma di acquisti di diversi strumenti finanziari per ¥5 trilioni, con l'obiettivo di ridurre i premi al rischio e far aumentare i prezzi delle attività. Un mese dopo la Federal Reserve statunitense ha avviato una seconda tornata di allentamento quantitativo – il programma di acquisti su larga scala di obbligazioni del Tesoro comunemente noto come "QE2" – volta ad accrescere di \$600 miliardi le sue disponibilità di titoli entro il giugno 2011. Anticipando l'intervento della Federal Reserve, i mercati hanno cominciato a spingere al rialzo i corsi azionari e obbligazionari statunitensi ben prima dell'annuncio agli inizi di novembre. L'adozione da parte del Congresso USA di un ulteriore piano di stimolo da \$858 miliardi in dicembre ha rafforzato l'andamento positivo del mercato. Più in generale, un flusso sempre più regolare di dati economici positivi ha contribuito al miglioramento delle aspettative, all'aumento dei prezzi delle attività rischiose e al calo della volatilità implicita in Europa, Giappone e Stati Uniti (grafico I.1).

La devastazione provocata dal terremoto e dallo tsunami in Giappone agli inizi di marzo 2011 ha avuto risonanza mondiale, ma ha intaccato solo

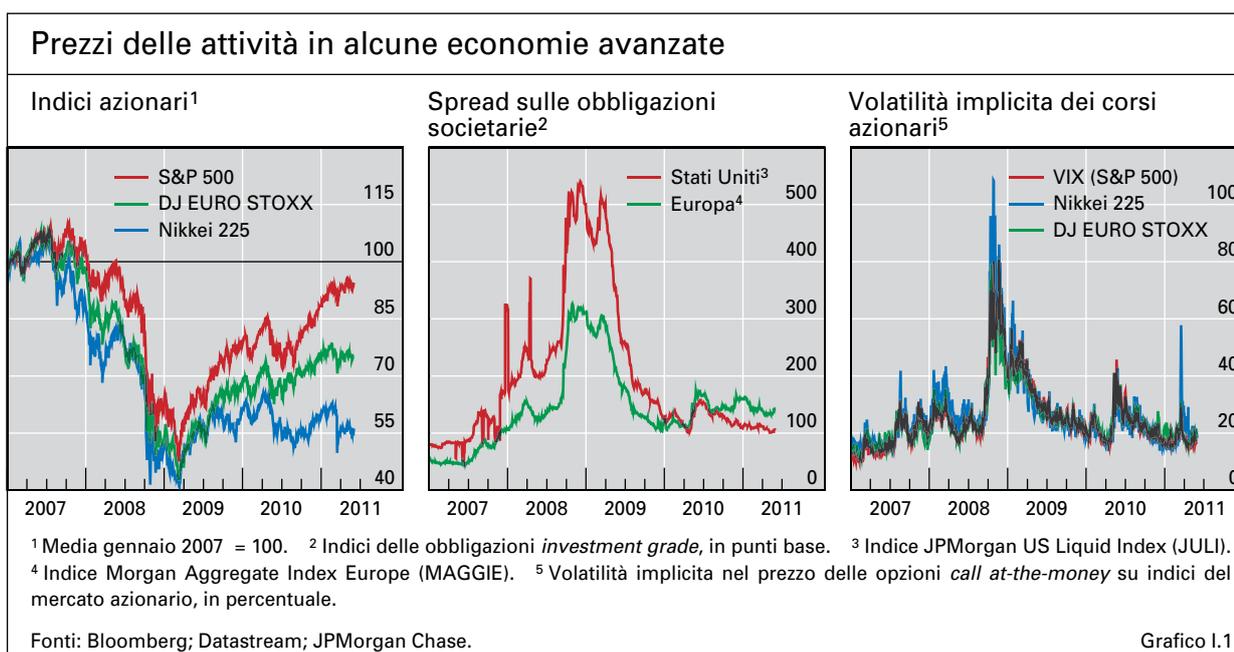
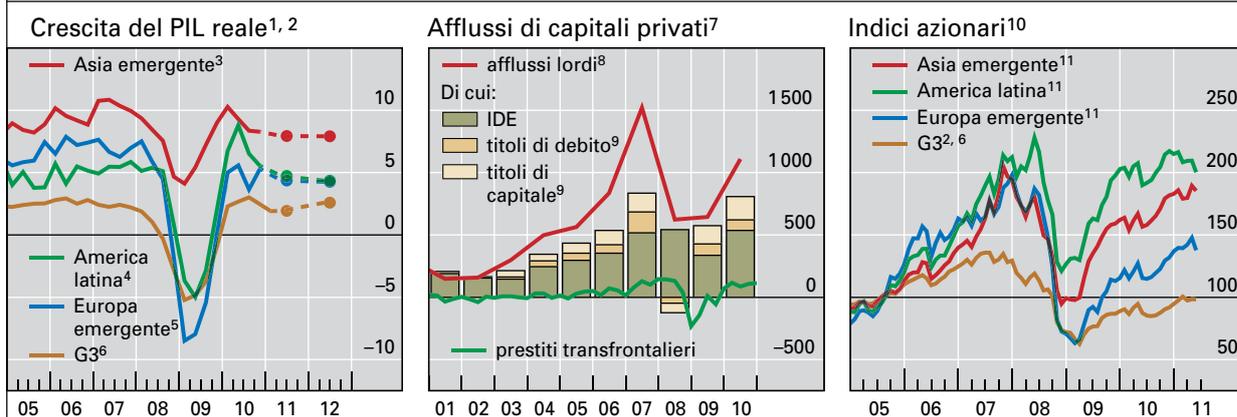


Grafico I.1

La divergenza fra economie avanzate ed emergenti



¹ Variazioni trimestrali sul periodo corrispondente del PIL in termini reali, in percentuale. Ciascun punto nel 2011 e nel 2012 rappresenta le ultime previsioni prevalenti per l'intero anno. ² Medie delle economie elencate, ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Cina, Corea, India, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile, Messico e Perù. ⁵ Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Turchia e Ungheria. ⁶ Stati Uniti, area dell'euro e Giappone. ⁷ Somma delle 23 principali economie emergenti, in miliardi di dollari USA. ⁸ Per il 2010, stime tratte da FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2011. A causa di limitazioni nei dati, questi ultimi possono comprendere flussi ufficiali. ⁹ Investimenti di portafoglio; scomposizione per il 2010 basata su stime BRI. ¹⁰ Medie mensili di indici giornalieri, in termini di valuta locale; media 2005 = 100. ¹¹ Indici regionali MSCI.

Fonti: FMI; © Consensus Economics; Datastream; MSCI; statistiche nazionali; stime BRI.

Grafico I.2

temporaneamente l'ottimismo degli operatori. Al momento di andare in stampa, le conseguenze negative sull'offerta non sembrano così significative da condizionare la stabilità della crescita mondiale.

L'attività nelle principali economie emergenti è rimasta sostenuta (grafico I.2, diagramma di sinistra). Alla luce della disomogeneità della ripresa globale, gli investitori hanno continuato a ricomporre i propri portafogli a favore dei paesi emergenti (diagramma centrale), le cui quotazioni azionarie crescevano più rapidamente di quelle delle economie sviluppate (diagramma di destra). Il differenziale di performance è perdurato sino agli inizi del 2011, quando i timori relativi al surriscaldamento e all'inflazione, unitamente alle apprensioni geopolitiche legate ai disordini in Medio Oriente e Nord Africa, hanno indotto gli investitori a ritirarsi da alcuni paesi emergenti.

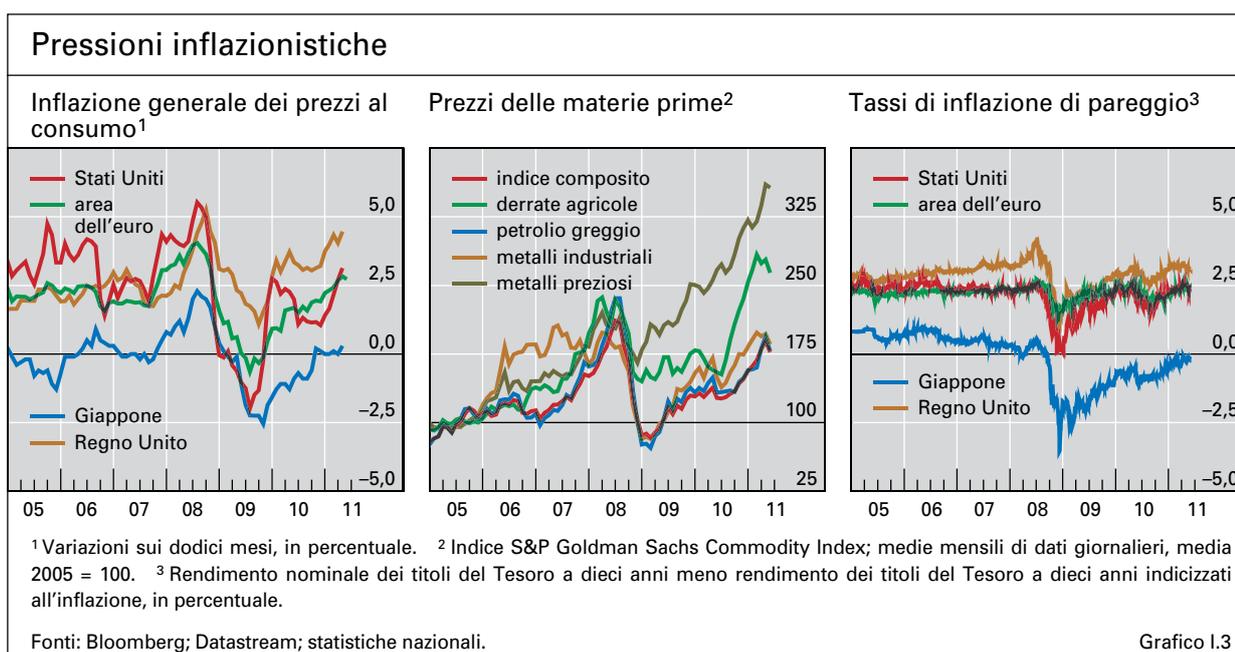
Il rialzo dei prezzi delle attività nell'ultimo anno, in gran parte riflesso di un miglioramento dei fondamentali, è stato anche determinato da un mutato atteggiamento degli operatori. La propensione al rischio di questi ultimi era andata progressivamente aumentando, come in genere accade nelle fasi iniziali di una ripresa ciclica. Un fenomeno collegato è stata la ricomparsa dell'innovazione finanziaria, che ha visto un considerevole sviluppo di nuovi strumenti e veicoli come *exchange-traded fund* sintetici, *note* indicizzate alle materie prime e hedge fund specializzati nell'investimento in materie prime. Da un lato il ritorno dell'innovazione è un segnale positivo. Dall'altro, l'arrivo di nuovi prodotti i cui rischi non sono stati ancora messi alla prova da una situazione di stress sui mercati riporta vividamente alla memoria il periodo precedente la crisi finanziaria. La ripresa della propensione al rischio e dell'innovazione rappresenta quindi un'importante sfida per le autorità preposte al mantenimento della stabilità finanziaria.

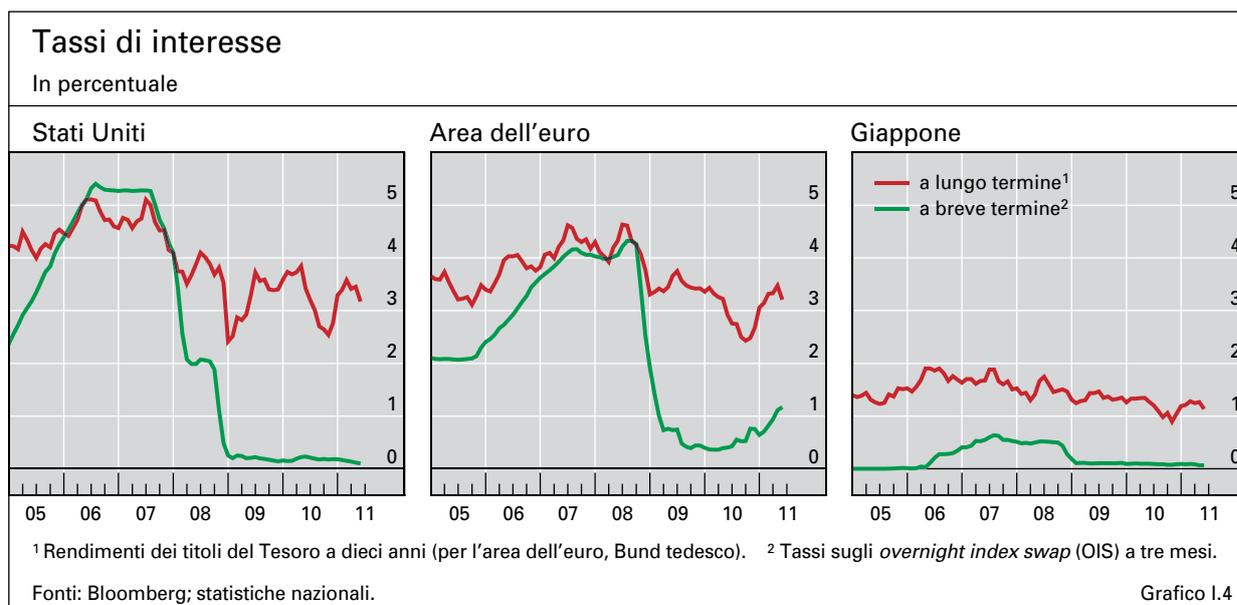
Le spinte inflazionistiche inducono revisioni delle aspettative di politica monetaria

Nelle principali economie avanzate, dove la capacità inutilizzata aveva frenato per un certo tempo le pressioni al rialzo sui prezzi al consumo, le aspettative di inflazione hanno cominciato gradualmente ad aumentare. Oltre alla riduzione del sottoimpiego di capacità produttiva, per gran parte dell'anno le spinte inflazionistiche di breve periodo hanno risentito significativamente anche di un'impennata dei prezzi di alimentari, energia e altre materie prime (grafico I.3, diagrammi di sinistra e centrale). I mercati rincari dei beni alimentari hanno rispecchiato i cali dell'offerta mondiale, dovuti a fattori meteorologici, nonché la vigorosa domanda legata alla crescita globale. Per diverse materie prime le pressioni al rialzo sui prezzi sono state accentuate dal basso livello delle scorte e probabilmente anche dall'accresciuto interesse degli investitori per questi prodotti come classe di attività. L'instabilità politica in Medio Oriente e Nord Africa nel primo trimestre 2011 ha inoltre destato timori per l'eventualità di turbative dell'offerta, concorrendo a rincari particolarmente significativi del petrolio.

In questo contesto, i tassi di inflazione di pareggio a 10 anni nelle principali economie avanzate hanno gradualmente iniziato a salire a metà 2010 (grafico I.3, diagramma di destra). Gran parte del rialzo, tuttavia, era ascrivibile al rapido incremento del compenso per l'inflazione a *breve termine* (inflazione attesa e premi per il rischio di inflazione). Nonostante le ovvie pressioni sui prezzi a breve, le aspettative basate sui tassi di inflazione di pareggio su orizzonti lunghi sono invece rimaste relativamente stabili, a indicazione che la credibilità a lungo termine delle banche centrali restava intatta, almeno per il momento.

Nondimeno, mantenere sotto controllo l'inflazione nel lungo periodo richiede un inasprimento delle politiche monetarie. E il rialzo dell'inflazione a breve termine comporta la necessità di una più rapida normalizzazione dei





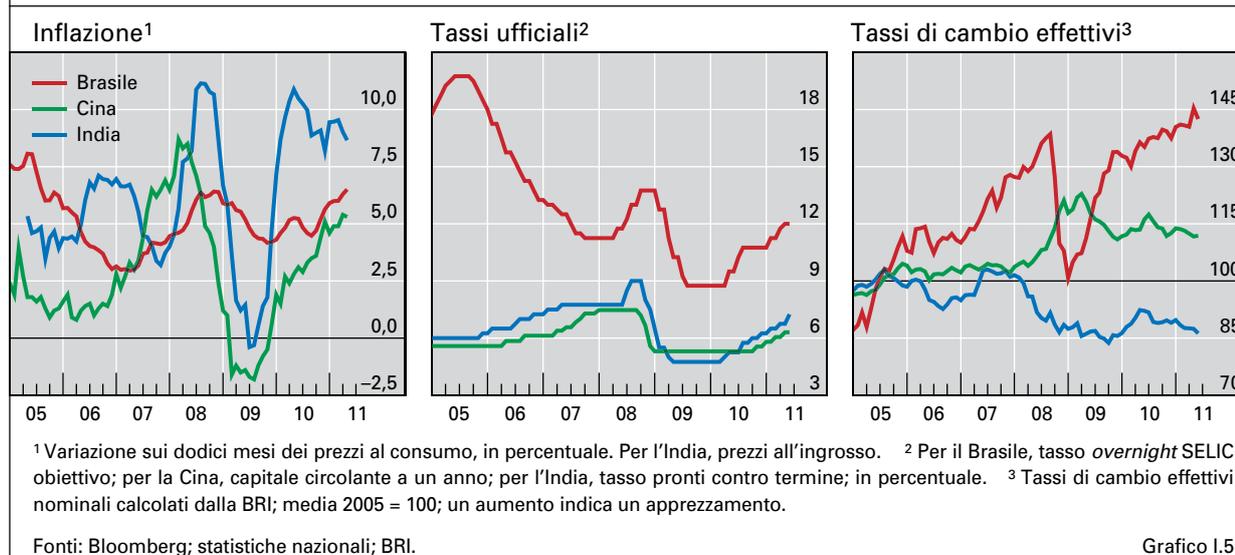
tassi ufficiali. Le aspettative di un aumento dei tassi di interesse a breve hanno contribuito all'incremento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine osservato sino agli inizi del 2011 (grafico I.4).

La prima stretta monetaria tra le economie avanzate si è avuta in Europa nei mesi iniziali del 2011. I rincari delle materie prime avevano concorso a far salire l'inflazione dei prezzi al consumo nell'area dell'euro al 2,7% in marzo, un livello ben al di sopra della definizione di stabilità dei prezzi della BCE (aumento prossimo, ma inferiore al 2%). In risposta a ciò e citando ulteriori rischi al rialzo per le prospettive di inflazione, la BCE ha innalzato i tassi di riferimento di 25 punti base nell'aprile 2011. Nel Regno Unito l'inflazione al consumo aveva superato l'obiettivo del 2% della Bank of England già dal dicembre 2009, raggiungendo un massimo del 4,5% nell'aprile 2011 (in parte a causa di un incremento dell'IVA). A tutt'oggi il Monetary Policy Committee non è intervenuto, ma ci si chiede fino a quando la politica attuale potrà essere mantenuta.

Anche nelle economie emergenti le pressioni inflazionistiche sono andate aumentando. La crescita economica sostenuta e il peso relativamente elevato dei beni alimentari e delle materie prime negli indici dei prezzi al consumo hanno generato rincari, modesti in Brasile, ma significativi in Cina e in India (grafico I.5, diagramma di sinistra). Le autorità hanno reagito continuando a inasprire gradualmente le condizioni monetarie. La People's Bank of China ha innalzato a più riprese sia il tasso di interesse ufficiale sia il coefficiente di riserva obbligatoria. La Reserve Bank of India e il Banco Central do Brasil hanno parimenti seguito nell'azione di restrizione monetaria (grafico I.5, diagramma centrale). Tuttavia, in diverse economie emergenti i tassi di interesse reali sono rimasti bassi o persino negativi.

Di fronte a tassi di interesse in rialzo nei paesi emergenti e a tassi pari o prossimi ai minimi storici nelle economie avanzate, gli investitori hanno effettuato una ricomposizione dei portafogli a favore delle attività a più alto

Economie emergenti: inflazione, tassi ufficiali e tassi di cambio



rendimento. Ciò è in parte avvenuto mediante l'aumento delle posizioni di *carry trade* in strumenti a reddito fisso dei paesi emergenti. Finanziate a tassi di interesse molto bassi in valute come il dollaro USA e il franco svizzero, queste operazioni equivalgono a scommettere che l'elevato differenziale di interesse rimanga superiore a eventuali variazioni avverse dei tassi di cambio.

I movimenti di capitali conseguenti a queste operazioni hanno due effetti potenzialmente nocivi. In primo luogo, esercitano pressioni al rialzo sui tassi di cambio dei paesi emergenti verso cui affluiscono gli investimenti, rendendone le esportazioni meno competitive e frenandone la crescita. Per le economie in fase di surriscaldamento, l'apprezzamento della valuta fa parte del naturale processo di riequilibrio. In secondo luogo, gli ingenti flussi finanziari internazionali lordi possono alimentare un'espansione non sostenibile del credito e generare bolle dei prezzi delle attività. Quella che nasce come una risposta alla solidità dei fondamentali può trasformarsi in una seria minaccia per la stabilità finanziaria.

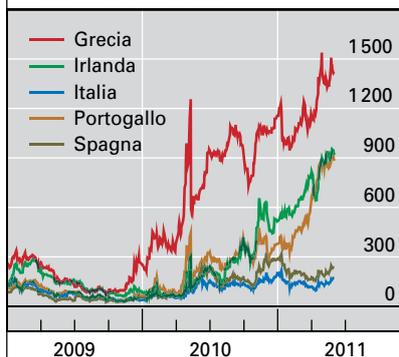
Per contrastare, o quantomeno rallentare, l'apprezzamento nominale delle proprie divise, diversi paesi hanno accumulato riserve valutarie addizionali. Alcuni hanno introdotto o innalzato le imposte applicate ai non residenti che investono nei mercati valutari domestici: il Brasile, che ha registrato un significativo rafforzamento della propria moneta (grafico I.5, diagramma di destra), ha aumentato la tassa sulle transazioni applicabile agli investimenti esteri in titoli a reddito fisso. La Thailandia ha eliminato gli sgravi fiscali per gli stranieri che investono in obbligazioni locali, mentre la Corea ha reintrodotta la tassa sui rendimenti realizzati dai non residenti sui titoli di Stato coreani.

Persistono i timori per i conti pubblici nell'area dell'euro

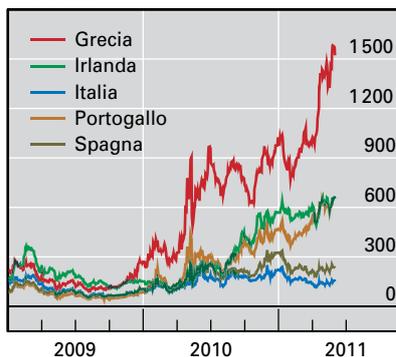
I timori per la situazione di bilancio di una serie di paesi periferici dell'area dell'euro, inizialmente emersi a fine 2009, si sono intensificati, perdurando per tutto lo scorso anno. A seguito dei primi interventi delle autorità, i rendimenti

Sfide di politica fiscale nei paesi dell'area dell'euro

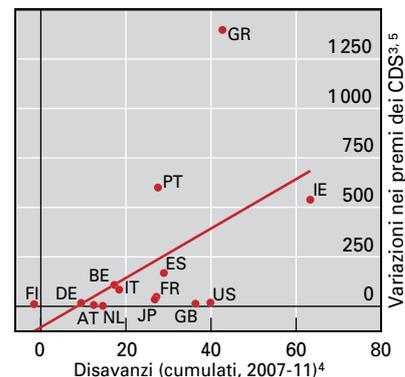
Spread sulle obbligazioni di emittenti sovrani^{1, 2}



Premi dei CDS sul debito sovrano^{2, 3}



Effetti dei disavanzi sul mercato



AT = Austria; BE = Belgio; DE = Germania; ES = Spagna; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; US = Stati Uniti.

¹ Rendimento nominale a cinque anni rispetto al rendimento nominale del Bund tedesco a cinque anni. ² In punti base. ³ Spread sui CDS *on-the-run* a cinque anni. ⁴ Disavanzi cumulati delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL per il periodo 2007-11 (per il 2010-11, stime e previsioni). ⁵ Variazione nel premio dei CDS sul debito sovrano fra il 26 ottobre 2009 e il 31 maggio 2011, in punti base.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Bloomberg; JPMorgan Chase; Markit; elaborazioni BRI.

Grafico I.6

dei titoli di Stato di tali paesi e i premi sui relativi *credit default swap* (CDS) si erano ridotti dai massimi del maggio 2010. Tuttavia, poco tempo dopo hanno iniziato ad aumentare stabilmente (grafico I.6). Con il deteriorarsi della situazione in Irlanda in novembre, gli spread sul debito sovrano di questo paese sono ulteriormente saliti, al pari di quelli sui titoli greci, portoghesi e spagnoli.

Un altro fattore che ha spinto al rialzo i differenziali di credito nell'area dell'euro alla fine del 2010 è stato l'accordo di ottobre tra i governi di Francia e Germania, successivamente avallato dal resto dell'Unione europea, che rendeva possibile imporre ai detentori di titoli di Stato la partecipazione alle perdite qualora un governo non fosse in grado di onorare il servizio del debito. Di fronte all'impennata degli spread creditizi, i ministri delle finanze di diversi paesi europei hanno in seguito ribadito che tale compartecipazione si sarebbe applicata solo ai titoli emessi dopo il 2013. Questa dichiarazione, unitamente al successivo annuncio di un pacchetto di sostegno per l'Irlanda e ai continui acquisti di obbligazioni da parte della BCE, ha riportato temporaneamente la calma.

Agli inizi del 2011 gli spread creditizi sui titoli di Stato dell'area dell'euro sono tornati a salire. Ma le notizie non sono state tutte negative. Si sono annunciate misure di restrizione fiscale e il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) ha lanciato con successo la sua prima emissione obbligazionaria in gennaio.

L'FESF dovrebbe restare operativo solo fino a metà 2013, venendo sostituito dal Meccanismo europeo di stabilità (MES) nella funzione di sostegno ai paesi in difficoltà della UE. Agli inizi di marzo i capi di Stato e di governo dell'area dell'euro hanno concordato alcune caratteristiche fondamentali del

MES, adottando contestualmente anche il Patto per l'euro, che prevede fra le sue disposizioni l'obbligo per gli Stati membri dell'area di recepire nei propri ordinamenti nazionali le prescrizioni di bilancio del Patto di stabilità e crescita. Nonostante questi progressi, sono rimasti dubbi sull'efficacia a breve termine delle strutture adottate e, per questioni relative al finanziamento, sull'adeguatezza a più lungo termine del MES.

La crisi si è aggravata nell'aprile 2011, quando il Portogallo è divenuto il terzo paese dell'area dell'euro a richiedere l'assistenza finanziaria dell'Unione europea dopo che il governo non è riuscito a far approvare in parlamento la bozza di programma di austerità fiscale ed è stato costretto alle dimissioni. Il protrarsi dei negoziati sul piano di sostegno, unitamente alle proteste popolari in diversi paesi, hanno ulteriormente minato la fiducia degli investitori, e l'incessante tendenza al rialzo degli spread creditizi dei paesi colpiti dalla crisi è proseguita nel secondo trimestre. Di conseguenza, si è iniziato a ritenere che la spirale dei costi di finanziamento sarebbe presto sfuggita al controllo in Grecia, e probabilmente in Portogallo e Irlanda. Al riguardo, l'inflazione offrirebbe una possibile via d'uscita, ma è resa impraticabile dall'indipendenza e dal mandato di mantenimento della stabilità dei prezzi della BCE. Ciò lascia due sole opzioni, entrambe poco allettanti. La prima è la ristrutturazione, ma le ricadute di una parziale insolvenza sul debito sovrano in essere sarebbero estremamente difficili da mantenere sotto controllo, specie se si considerano le perdite che potrebbero subire le banche. La seconda è la "mutualizzazione", in base alla quale gli altri paesi dell'area dell'euro pagherebbero il conto per quelli in difficoltà. La prima opzione sarebbe difficile da gestire, la seconda da far accettare a un elettorato europeo già scettico.

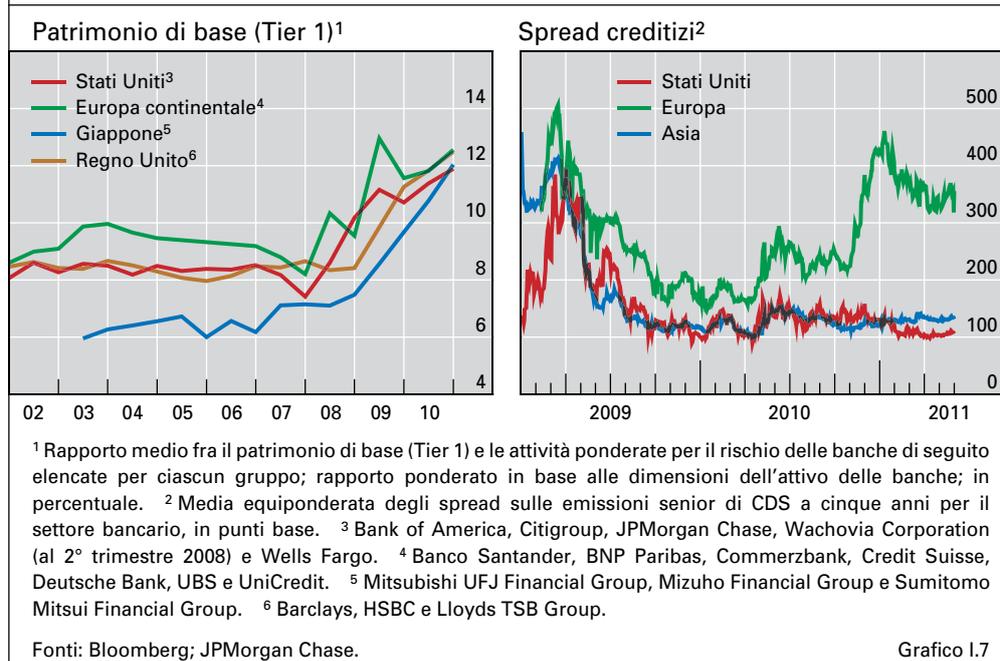
Le politiche di bilancio in altri paesi

Mentre la sfiducia degli investitori ha costretto le autorità politiche europee a intervenire a più riprese nell'anno trascorso, gli squilibri di bilancio di altri paesi, inclusi Stati Uniti, Regno Unito e Giappone, hanno prodotto un impatto modesto sui mercati (grafico I.6, diagramma di destra). Nondimeno, riconoscendo i rischi connessi a un atteggiamento attendista, il governo britannico entrato in carica nel maggio 2010 ha annunciato una serie di misure di austerità. Le agenzie di rating hanno fornito ulteriori conferme dei pericoli fiscali cui sono esposti i principali paesi avanzati. Nel gennaio 2011 Standard & Poor's (S&P) ha declassato il rating creditizio del Giappone e nei mesi successivi Moody's, S&P e Fitch hanno rivisto da "stabili" a "negative" le prospettive per il merito di credito del paese, in parte a causa dei potenziali costi connessi con il terremoto e lo tsunami di marzo. In aprile S&P ha inoltre abbassato per la prima volta l'*outlook* a lungo termine sul debito sovrano degli Stati Uniti (anche in questo caso da stabile a negativo), segnalando un aumento del rischio che il paese possa perdere il rating AAA in mancanza di un risanamento delle finanze pubbliche.

I bilanci bancari migliorano ma rimangono vulnerabili

I bilanci delle società finanziarie hanno continuato a migliorare nelle economie avanzate (grafico I.7, diagramma di sinistra). L'aumento dei prezzi delle attività

Coefficienti patrimoniali e spread creditizi delle banche



e l'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti hanno aiutato le banche a conseguire profitti eccezionali per gran parte dello scorso anno, un risultato cui ha contribuito anche la riduzione degli accantonamenti per perdite su crediti. I premi sui CDS bancari, tuttavia, pur rimanendo stabili negli Stati Uniti e in Asia, sono aumentati in Europa a livelli non più osservati dal 2009 per effetto dei timori circa le esposizioni al debito sovrano dei paesi periferici dell'area dell'euro (grafico I.7, diagramma di destra). L'aumento degli spread è stato massimo per le banche dei paesi in preda alle più gravi difficoltà di bilancio, ma non ha risparmiato nemmeno gli istituti degli altri paesi dell'area, evidenziando la stretta relazione tra stabilità fiscale e stabilità finanziaria: la svalutazione dei titoli degli Stati con difficoltà di bilancio riduce l'affidabilità creditizia delle banche che li detengono, nonché l'ammontare delle garanzie da esse stanziabili per ottenere finanziamenti.

Seguendo l'esempio statunitense del maggio 2009, l'Unione europea ha condotto delle prove di stress sulle banche con l'obiettivo di valutare la resistenza del sistema bancario europeo a una serie di shock economici e finanziari negativi (un test parallelo è stato condotto dalle autorità svizzere). I risultati per la UE, pubblicati nel luglio 2010, mostravano che solo sette delle 91 banche sottoposte a verifica necessitavano di capitale aggiuntivo (per complessivi €3,5 miliardi).

In un primo momento i mercati finanziari hanno accolto gli annunci favorevolmente. Gli spread sul debito sovrano si sono ristretti e le condizioni sui mercati monetari europei sono migliorate. Ma le reazioni sono divenute successivamente negative allorché gli analisti più scettici hanno lamentato che i test non erano stati abbastanza severi. I fatti hanno dato loro ragione quando diverse banche irlandesi, che appena pochi mesi prima avevano ricevuto un certificato di buona salute, hanno dovuto essere salvate dal

governo, scatenando la crisi del debito sovrano irlandese. Una nuova prova di stress agli inizi del 2011 evidenziava che agli istituti irlandesi occorrevano capitali aggiuntivi per €24 miliardi, che avrebbero portato ad almeno €70 miliardi l'iniezione di fondi complessiva del governo irlandese.

Negli Stati Uniti la valutazione condotta dalla Federal Reserve sulle 19 maggiori banche del paese rilevava che nei due anni della crisi gli istituti avevano realizzato progressi significativi nel rafforzamento delle rispettive basi patrimoniali, aumentate di oltre \$300 miliardi tra fine 2008 e fine 2010. Essendo state dichiarate sane, le banche USA sono state liberate dai vincoli alla distribuzione di dividendi e al riacquisto di azioni proprie. Alcune di loro hanno immediatamente annunciato decine di miliardi di dollari di incrementi di queste spese in conto capitale.

Uno sguardo al prossimo futuro

Considerato il ruolo centrale della finanza per la crescita dell'economia reale, un contesto finanziario solido è condizione necessaria per un futuro economico stabile. Se vogliamo creare e coltivare siffatto contesto finanziario, dobbiamo portare le finanze pubbliche e private su un sentiero sostenibile, ridurre gli ampi squilibri di conto corrente e i flussi finanziari lordi generati dall'attività internazionale e assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. La creazione di un contesto finanziario sostenibile richiede inoltre che vengano ultimate le riforme finanziarie e colmate le principali lacune statistiche che limitano attualmente la nostra capacità di rilevare le tensioni incipienti a livello di mercati, istituzioni e strumenti finanziari.

Sfide per la politica di bilancio

Sulla scia della Grande Recessione i livelli del debito pubblico sono drasticamente cresciuti, specie nelle economie mature. Come discusso in precedenza, nei paesi periferici dell'area dell'euro i problemi di bilancio hanno già logorato la fiducia degli investitori al punto da far lievitare a livelli non sostenibili i costi di finanziamento per i prenditori sovrani. Da ben oltre un anno le autorità europee si adoperano attivamente per apprestare misure di sostegno a breve termine a favore dei paesi più duramente colpiti, dibattendo al tempo stesso su come pervenire a una soluzione praticabile e credibile a lungo termine. Occorre che portino a termine questo compito una volta per tutte.

I problemi fiscali di alcuni paesi dell'area dell'euro si sono tradotti in balzi esorbitanti dei rendimenti obbligazionari e degli spread sui CDS sovrani. Eppure, come già rilevato, altre economie mature con disavanzi record e livelli sproporzionati di debito pubblico sono state del tutto risparmiate dal mercato (o quantomeno non hanno subito effetti chiaramente collegati al deterioramento della loro posizione fiscale). Tre sono i fattori che potrebbero essere in gioco per quanto riguarda il trattamento a prima vista incoerente riservato dal mercato alle tensioni finanziarie dei vari paesi: la differente distribuzione del debito fra settore pubblico e settore privato, la diversa quota di debito pubblico detenuto da operatori stranieri e il fatto di avere una moneta indipendente. I paesi dove il debito privato è minore dispongono di una maggiore capacità di

rimborsare il debito pubblico. E laddove quest'ultimo è detenuto da residenti, potrebbe essere maggiore la volontà di rimborsarlo. Il fatto di avere una moneta e una politica monetaria indipendenti sembra parimenti svolgere un ruolo importante, giacché conferisce ai responsabili delle politiche una maggiore flessibilità.

Ciò detto, o si ha la fiducia dei mercati o non la si ha. Di conseguenza, è più probabile che la perdita di fiducia nella capacità e nella volontà di rimborso di un soggetto sovrano tenda a manifestarsi con un repentino mutamento del clima di mercato piuttosto che attraverso una evoluzione graduale. Questo significa che i governi che temporeggiano nel porre rimedio ai problemi di bilancio corrono il rischio di essere puniti tanto improvvisamente quanto duramente. E una volta arrivato quel giorno, l'esperienza insegna che le misure di risanamento dei conti pubblici necessarie a riconquistare la fiducia degli investitori saranno notevolmente più estese, difficili e dolorose.

Come si vedrà nel Capitolo 2, le autorità fiscali devono intraprendere azioni tempestive e credibili per riportare il debito a livelli sostenibili. Ciò implica che si adottino provvedimenti a breve termine per ridurre i disavanzi conseguenti a una costosa recessione, affrontando al tempo stesso i problemi di più lungo periodo risultanti dagli squilibri strutturali. In molti paesi quest'ultimo compito comporta riconoscere che, di fronte all'invecchiamento della popolazione, i diritti pensionistici e le prestazioni sociali promessi sono semplicemente troppo costosi per essere garantiti¹.

La sfida per le politiche di bilancio è resa assai più complicata dal fatto che non basterà un semplice ritorno all'orientamento fiscale pre-crisi, e ciò per almeno due motivi. In primo luogo, le situazioni di bilancio antecedenti la crisi finanziaria apparivano irrealisticamente rosee per effetto degli introiti fiscali generati da boom insostenibili del credito e dei prezzi delle attività. In secondo luogo, è necessario utilizzare gli avanzi ciclici per costituire riserve da impiegare in futuro a fini di stabilizzazione. Dal momento che il governo agisce come una sorta di compagnia di assicurazione, anch'esso necessita di un fondo di riserva. Ciò significa che il perseguimento di un pareggio di bilancio nell'arco del ciclo, per cui gli avanzi in periodi di boom compensano i disavanzi in periodi di recessione, non è sufficiente.

Cosa dire del rischio che misure aggressive di austerità fiscale si rivelino controproducenti, soffocando la crescita economica? Nelle economie avanzate, dove la ripresa sembra oggi in grado di autosostenersi, questo rischio è molto minore di un anno fa (e in gran parte delle economie emergenti è pressoché inesistente). Ma ciò che più importa è che in vari casi le prospettive dei conti pubblici a lungo termine non sono migliorate, o non lo sono abbastanza. L'inevitabile conclusione è quindi che il rischio più grande è quello di fare troppo poco e troppo tardi piuttosto che troppo e troppo presto.

Sfide per i bilanci del settore privato

La stabilità finanziaria presuppone altresì una correzione dei bilanci delle famiglie e delle imprese finanziarie e non finanziarie. Il debito del settore

¹ Cfr. S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The future of public debt: prospects and implications", *BIS Working Papers*, n. 300, marzo 2010.

privato è ancora ingente sia negli Stati Uniti sia in Europa dove, come si sostiene nel Capitolo 2, per mantenere o riconquistare la fiducia dei mercati occorre un ulteriore abbattimento della leva finanziaria.

All'origine della crisi finanziaria vi è stato il boom insostenibile, alimentato dal debito, degli immobili residenziali e commerciali in vari paesi, e in particolare negli Stati Uniti. Le conseguenze sono state un elevato indebitamento delle famiglie, che non si è ancora ridotto a sufficienza, e ipoteche commerciali di dubbia qualità. Insieme, questi due fattori offuscano le prospettive dell'economia finanziaria e reale di numerosi paesi.

Le istituzioni finanziarie in difficoltà hanno compiuto progressi nel risanamento dei bilanci, ma anche in questo caso resta del lavoro da fare. Esse hanno valutato in modo più realistico gli attivi deteriorati, hanno scoraggiato il rinnovo automatico di crediti dubbiosi, hanno accantonato utili e raccolto capitale nei mercati finanziari. I medesimi tassi di interesse estremamente bassi che offrivano spazio di manovra per prendere i provvedimenti necessari, tuttavia, indebolivano altresì gli incentivi a completare il risanamento. Con la normalizzazione della politica monetaria ormai prossima, occorre che le istituzioni finanziarie portino rapidamente a termine l'opera avviata. Il fatto che il sistema finanziario abbia progressivamente accumulato un rischio significativo di tasso di interesse in presenza di tassi ufficiali ancora bassissimi sottolinea l'impellenza di questa necessità.

Oltre alle difficoltà di bilancio, il settore privato si confronta con problemi strutturali la cui risoluzione richiederà tempo. La crescita negli anni antecedenti la crisi è stata contraddistinta dal ruolo preponderante dei settori della finanza e delle costruzioni. In vari paesi questi settori sono cresciuti a dismisura rispetto al resto dell'economia e devono oggi ridimensionarsi. Come gran parte delle correzioni, anche questo aggiustamento nell'immediato sarà doloroso. Esso non infliggerà soltanto sofferenze alle persone che hanno lavorato e investito in questi settori, ma peserà altresì sulla crescita aggregata e sulle entrate del settore pubblico.

Le economie emergenti sono riuscite a evitare il peggio della crisi, ma in molti casi corrono ora il rischio di accumulare squilibri assai simili a quelli osservati nelle economie avanzate nel periodo che ha portato alla crisi. Ad esempio, i prezzi degli immobili in vari paesi emergenti stanno aumentando a ritmi sostenuti e l'indebitamento del settore privato cresce rapidamente. Le autorità di questi paesi dovrebbero riconoscere che gli insegnamenti della crisi finanziaria non si applicano soltanto alle economie avanzate.

Squilibri internazionali

Dopo una breve battuta d'arresto dovuta alla crisi, gli squilibri globali nei flussi finanziari sia netti sia lordi sono riapparsi, creando vulnerabilità e complicando l'impostazione delle politiche a tutti i livelli. Gli avanzi e i disavanzi del conto corrente stanno dando luogo ad ampi flussi netti di capitale. Ma un paese destinatario di tali flussi rischia l'instabilità finanziaria qualora il suo settore finanziario non sia in grado di allocare in maniera efficiente i capitali ricevuti; esso risulta inoltre esposto al pericolo di un brusco e dannoso deprezzamento della propria moneta nel caso in cui i flussi cambino direzione.

I flussi transfrontalieri stimolano la crescita e lo sviluppo, arrecando benefici a tutti. Essi possono produrre effetti collaterali negativi, ma ostacolare tali flussi o l'integrazione finanziaria internazionale che li facilita non è la soluzione. Andrebbero al contrario tutelati i benefici che ne scaturiscono, affrontando al tempo stesso gli effetti collaterali mediante aggiustamenti strutturali interni, un migliore coordinamento delle politiche a livello internazionale e il rafforzamento dei presidi per la stabilità finanziaria.

Ciò di cui abbiamo bisogno sono politiche che incoraggino il risparmio nei paesi deficitari e i consumi nei paesi eccedentari. E, per quanto da soli non bastino, sono indispensabili anche aggiustamenti dei tassi di cambio reali. Tuttavia, le maggiori economie oppongono resistenza alla correzione del cambio reale. Come argomentato nel Capitolo 3, l'impasse delle politiche deve essere superata tramite un coordinamento internazionale che ripartisca l'onere degli aggiustamenti fra i principali paesi in avanzo e in disavanzo. In caso contrario le enormi dimensioni degli squilibri correnti, gli ampi flussi finanziari netti da questi generati e le risultanti vulnerabilità continueranno ad aumentare.

Gli ingenti flussi finanziari lordi, messi pericolosamente in ombra per molto tempo dai timori riguardo agli squilibri correnti, stanno anch'essi creando vulnerabilità. Negli ultimi anni questi flussi hanno generato posizioni lorde enormi nei bilanci di tutto il mondo, talvolta in assenza di flussi netti. La crisi finanziaria ci ha mostrato che l'accumulo di posizioni di investimento lorde può dare luogo a sostanziali disallineamenti di valute, liquidità e di altro tipo in grado di propagare e amplificare gli shock, generando volatilità dannosa all'interno del sistema finanziario internazionale. In aggiunta, i flussi internazionali lordi rendono possibile una rapida crescita del credito, eliminando il vincolo del risparmio interno che tenderebbe di norma a contenerla.

Come discusso nel Capitolo 3, la principale difesa contro i rischi posti dagli ampi flussi lordi è un insieme di politiche macroeconomiche che promuovano la stabilità monetaria e la sostenibilità dei conti pubblici. Le misure regolamentari e macroprudenziali svolgono al riguardo un ruolo secondario, mentre i controlli sui movimenti di capitale possono servire solo come rimedio temporaneo, da impiegare in ultima istanza in condizioni straordinarie.

Politica monetaria

Le sfide di politica monetaria, già di per sé ardue, si stanno intensificando. Il grande pericolo è che le aspettative di inflazione a lungo termine comincino a salire, e la dinamica dei prezzi e gli orientamenti della politica monetaria attuali ci stanno portando nella direzione sbagliata. Col ridursi della capacità produttiva in eccesso, è più probabile che i rincari degli alimentari e dell'energia producano effetti di secondo impatto sull'inflazione. I rischi per le aspettative di inflazione a lungo termine sono inoltre accentuati dal protrarsi delle misure non convenzionali di politica monetaria, dalle dimensioni eccezionali dei bilanci delle banche centrali nelle principali economie avanzate e dalla percezione che si possa cedere alla tentazione di ridurre mediante l'inflazione il valore reale del debito pubblico in forte espansione.

Come descritto nel Capitolo 4, i compiti cui sono chiamate le autorità monetarie non sono facili. Esse devono trovare il modo di normalizzare i tassi

ufficiali se non vogliono rischiare di mettere a repentaglio la credibilità dell'impegno antinflazionistico conquistata faticosamente. L'esperienza degli anni settanta e ottanta insegna che quando le aspettative inflazionistiche decollano, è necessario uno sforzo oneroso e protratto per riportarle sotto controllo. Nelle economie emergenti, dove le banche centrali si stanno ancora adoperando per consolidare la credibilità del loro impegno antinflazionistico, le spinte sui prezzi sono in aumento e le autorità si trovano ad affrontare crescenti rischi collegati ai boom del credito e dei prezzi degli immobili.

Considerati gli acquisti su larga scala di titoli pubblici effettuati dalle banche centrali, vi è il rischio che l'azione di queste ultime sia interpretata come un tentativo di allentare le tensioni gravanti sul debito sovrano, oppure sia resa inefficace dall'operato dei gestori del debito pubblico. Le banche centrali devono assolutamente evitare di dare l'impressione che stiano utilizzando l'allentamento monetario come un pretesto per monetizzare il debito pubblico. I mercati e il pubblico devono confidare nel fatto che gli interventi di bilancio delle banche centrali sono finalizzati al mantenimento della stabilità dei prezzi e che, di fronte alle crescenti minacce inflazionistiche, la politica monetaria sarà normalizzata molto presto.

A questo riguardo, l'indipendenza delle banche centrali è la base su cui si fonda la loro credibilità e fornisce la migliore difesa contro le incipienti minacce inflazionistiche. Essa è importante anche in altri ambiti di politica economica. In particolare, dovrebbe fungere da modello per l'assetto istituzionale della vigilanza macroprudenziale (cfr. il riquadro).

Il governo della banca centrale e la stabilità finanziaria

La recente crisi finanziaria ha evidenziato la necessità che le banche centrali svolgano un ruolo attivo nel delineare e porre in atto politiche di stabilità finanziaria, ma ha altresì sollevato interrogativi su come tale funzione possa essere organizzata al meglio. Dato che gli assetti istituzionali e i contesti storici e politici delle banche centrali sono assai diversi, non è possibile fornire una risposta univoca. Purtroppo la crisi ci fornisce quattro insegnamenti di carattere generale che possono ispirare a livello mondiale gli sforzi tesi a potenziare la funzione di stabilità finanziaria delle banche centrali⁹.

Le banche centrali devono essere coinvolte nella formulazione e nell'attuazione delle politiche di stabilità finanziaria affinché queste risultino efficaci. Tre sono i motivi fondamentali. L'instabilità finanziaria può influire sul contesto macroeconomico con conseguenze rilevanti per l'attività economica, la stabilità dei prezzi e il processo di trasmissione degli impulsi monetari. Le banche centrali sono per l'economia il fornitore di ultima istanza di liquidità, il cui adeguato approvvigionamento è un elemento fondamentale per la stabilità finanziaria. Infine, le banche centrali hanno un orientamento macroeconomico e conoscono i mercati, le istituzioni e le infrastrutture finanziarie, tutti elementi cruciali per l'esercizio di una funzione macroprudenziale.

La chiarezza in merito ai ruoli e alle responsabilità di tutte le autorità coinvolte nelle politiche di stabilità finanziaria (banche centrali, autorità di vigilanza, fondi di assicurazione dei depositi, ministeri del Tesoro e autorità per la concorrenza) è di fondamentale importanza per un processo decisionale efficace e tempestivo, per la gestione dei trade-off e per l'accountability. La chiarezza è necessaria per ridurre il rischio di un disallineamento fra le aspettative del pubblico e ciò che la banca centrale può garantire. Sapere chi è responsabile di cosa nelle diverse fasi di una crisi può facilitare un processo decisionale tempestivo. La chiarezza in merito a responsabilità e poteri, inoltre, contribuisce anche a promuovere l'*accountability*. Pertanto, sebbene sia difficile definire e rendere operativi i concetti di stabilità finanziaria,

⁹ Cfr. *Central bank governance and financial stability*, rapporto redatto da un gruppo di studio del Central Bank Governance Forum presieduto da Stefan Ingves, 2011.

è auspicabile ogni sforzo teso al conseguimento della chiarezza. Particolarmente per quelle banche centrali che hanno responsabilità estese in materia di stabilità finanziaria, potrebbe essere un punto di merito l'annunciare pubblicamente una strategia di stabilità finanziaria che espliciti le intenzioni della banca centrale e il modo in cui essa preveda di riconciliare il conseguimento di molteplici obiettivi.

Quanto maggiore è la responsabilità attribuita alla banca centrale di effettuare azioni straordinarie a supporto della stabilità finanziaria, tanto maggiore dovrà essere la sua capacità di sostenere il rischio e/o tanto più solidi dovranno risultare i meccanismi di trasferimento al ministero del Tesoro delle perdite finanziarie. Dovranno essere stabiliti con chiarezza sia il momento in cui il Tesoro si assume la responsabilità dei rischi finanziari, sia i meccanismi di tale trasferimento.

L'*accountability* per le azioni di politica monetaria si basa oggi in maniera significativa sulla trasparenza. In larghissima parte la trasparenza si renderà necessaria anche per le funzioni connesse alla stabilità finanziaria. La divulgazione delle valutazioni e delle decisioni in materia di stabilità finanziaria è pertanto essenziale, sebbene talvolta si possa rendere necessario rinviare la diffusione di taluni elementi alla base delle decisioni prese laddove la loro immediata divulgazione rischiasse di innescare comportamenti destabilizzanti.

Comunque venga definito il mandato di stabilità finanziaria, sarà necessario dotare la banca centrale di strumenti, competenze e misure di salvaguardia adeguati. Qualora alla banca centrale siano attribuite responsabilità in materia di politiche macroprudenziali, è necessario che disponga di strumenti da utilizzare in autonomia o di mezzi per sollecitare o addirittura richiedere l'intervento di altre autorità che abbiano il potere di intraprendere le azioni appropriate.

Per assolvere tale mandato, le banche centrali devono inoltre poter accedere a un'ampia gamma di informazioni, incluse quelle sulla qualità delle garanzie, la solvibilità delle istituzioni che richiedono un sostegno di liquidità, lo stato delle istituzioni di importanza sistemica e le interconnessioni fra istituzioni, mercati e sistemi. A tal fine possono rendersi necessari, da un lato, una condivisione ampia di informazioni fra le varie istanze e, dall'altro, il potere di ottenere informazioni direttamente dalle istituzioni finanziarie mediante l'autorità conferita per legge di richiedere rapporti o di condurre ispezioni in loco.

I mandati di stabilità finanziaria e gli assetti di governance collegati delle banche centrali devono essere compatibili con le responsabilità in materia di politica monetaria. Affinché la conduzione della politica monetaria possa conseguire il proprio obiettivo, le decisioni che influenzano le condizioni monetarie devono essere prese dalla banca centrale in maniera indipendente, e ciò comporta altresì che la banca centrale abbia il controllo del proprio bilancio.

Laddove più istanze abbiano responsabilità collegate in materia di politiche macroprudenziali, possono risultare utili organismi consiliari che riuniscano i loro rappresentanti. Tali organismi possono servire da sedi per lo scambio di informazioni e pareri, ovvero per l'assunzione di decisioni congiunte. Nel primo caso la trasparenza delle raccomandazioni e l'obbligo di aderirvi o di fornire una giustificazione (*comply-or-explain*) possono ridurre il rischio che la consultazione sia fine a se stessa. Nel secondo caso, sarà necessario definire chiaramente gli accordi che regolano il processo decisionale. In entrambi i casi le procedure elaborate per l'assunzione di decisioni dovranno tenere in debito conto la capacità di ciascuna autorità coinvolta di assolvere i propri compiti separati e indipendenti.

Quattro esempi recenti di nuovi accordi istituzionali in materia di politiche macroprudenziali testimoniano dei diversi approcci che possono essere seguiti all'interno di assetti istituzionali differenti. In Malaysia è stato istituito nel 2009 all'interno della banca centrale un nuovo organo decisionale con responsabilità in materia di stabilità finanziaria. Nel Regno Unito, in attesa di nuova legislazione, è stato istituito ad interim presso la Bank of England il Financial Policy Committee incaricato di concentrarsi sulla dimensione macroprudenziale delle politiche di stabilità finanziaria, compreso l'impiego di strumenti microprudenziali al fine della stabilità del sistema nel suo complesso. In entrambi i casi i nuovi organi decisionali sono collocati all'interno della banca centrale. Al contrario, nei nuovi assetti istituiti nell'Unione europea e negli Stati Uniti, sono organismi interistituzionali ad essere responsabili del coordinamento e delle decisioni nell'ambito delle politiche macroprudenziali, ossia il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) e, negli Stati Uniti, il Financial Stability Oversight Council (FSOC). Ciò nonostante, le banche centrali detengono la maggioranza dei voti nel CERS e hanno un ruolo di primo piano nel fornire a tale organismo le analisi di cui necessita. Negli Stati Uniti l'FSOC è competente per decidere se un'istituzione è da considerarsi sistemica, ma è la Federal Reserve, in qualità di autorità di vigilanza sulle entità sistemiche, che ha un ruolo guida nella formulazione di requisiti regolamentari più stringenti per tali entità. In tutti e quattro gli esempi menzionati il mandato delle autorità macroprudenziali non si estende alla politica monetaria; le banche centrali mantengono pertanto i loro obiettivi indipendenti e la piena capacità di prendere decisioni sui tassi di interesse.

Riforma della regolamentazione

La riforma della regolamentazione sta procedendo in modo spedito ma ponderato. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha concordato un nuovo schema di requisiti patrimoniali e di liquidità noto con il nome di Basilea 3, descritto in maggiore dettaglio nel Capitolo 5. La riforma crea un sistema bancario più solido, che sarà a un tempo più efficiente nell'allocare il credito all'economia reale e meno vulnerabile di fronte al rischio di gravose crisi finanziarie.

Fra le disposizioni di Basilea 3 figurano requisiti volti ad accrescere sia la quantità minima di capitale sia la sua qualità, al fine di coprire un ventaglio più ampio di rischi. Inoltre, Basilea 3 introduce riserve di capitale o *buffer* addizionali che saranno adeguati in maniera anticiclica per contenere l'ampiezza dei cicli del credito. Vengono inoltre prescritti per la prima volta requisiti in termini di liquidità. Uno degli insegnamenti della crisi è che in assenza di vincoli regolamentari le banche e gli altri intermediari finanziari mantengono scorte di liquidità decisamente inadeguate. Nel quadro di Basilea 3 le istituzioni finanziarie dovranno detenere liquidità sufficiente per resistere a una molteplicità di shock.

Il lavoro di riforma, tuttavia, non è ancora ultimato. Permangono sfide di rilievo, come quella di assicurare che le istituzioni finanziarie di importanza sistemica (*systemically important financial institution*, SIFI) divengano di fatto meno sistemicamente rilevanti. Ciò significa che occorre anzitutto individuare quali istituzioni possano essere considerate come SIFI e successivamente definire le misure necessarie a renderle sufficientemente resistenti. Le autorità di regolamentazione sono attualmente al lavoro per determinare quanta capacità addizionale di assorbimento delle perdite dovrebbero mantenere le SIFI globali. Inoltre, sebbene il Financial Stability Board (FSB) abbia formulato raccomandazioni volte a potenziare la vigilanza sulle SIFI, i dettagli devono ancora essere stabiliti dalle autorità di vigilanza nazionali, dagli organismi di normazione e dall'FSB stesso. Il processo è reso più difficile dall'esistenza di una pluralità di SIFI. Ad esempio, fra le varie SIFI una compagnia di assicurazione presenterà probabilmente in bilancio rischi che richiedono un trattamento diverso da quelli cui è esposta una banca.

Oltre a rendere le SIFI più resistenti agli shock e ridurre così l'esternalità che comportano per il sistema finanziario nel suo complesso, occorre elaborare per queste istituzioni specifici regimi di risoluzione delle crisi in grado di garantire che esse possano fallire in modo ordinato. Si stanno compiendo progressi nell'elaborazione del quadro giuridico e istituzionale inteso ad accrescere la capacità delle autorità di gestire e liquidare le istituzioni dissestate riducendo al minimo le potenziali turbative per il sistema finanziario più in generale.

Per gettare le fondamenta di un sistema finanziario stabile è inoltre necessario estendere il perimetro regolamentare al di là delle istituzioni finanziarie tradizionali, al fine di ricomprendervi le banche ombra, ossia quelle entità che svolgono attività di trasformazione delle scadenze o della liquidità al di fuori dell'attuale sistema bancario regolamentato. Le banche ombra rappresentano un'importante fonte potenziale di rischio sistemico poiché possono assumere un elevato grado di leva e svolgere una considerevole

attività di trasformazione delle scadenze, essendo al tempo stesso strettamente collegate alle banche commerciali. Inoltre, come suggerisce il loro nome, le banche ombra possono fare tutto ciò in modi non completamente trasparenti.

Le banche, spesso quelle di rilevanza sistemica, generano tipicamente profitti elevati attraverso la sponsorizzazione di attività bancarie ombra verso le quali presentano esposizioni dirette e indirette significative, ad esempio mediante linee di credito di sostegno e varie forme di rafforzamento del credito. È esattamente questo tipo di collegamento fra il sistema bancario tradizionale e le banche ombra, incluse le garanzie esplicite o implicite accordate a favore dei detentori delle passività di queste ultime, che origina alcuni dei peggiori rischi per la stabilità finanziaria. Al confronto, i fondi comuni di investimento e gli hedge fund, sebbene abbiano dimensioni enormi in termini di volumi trattati, comportano un rischio sistemico minore perché agiscono di norma con un grado di leva più basso e intrattengono legami minori o meno stretti con le banche tradizionali.

Ora che l'elaborazione dei nuovi standard internazionali si conclude, è essenziale che le autorità nazionali li recepiscano nella loro normativa in modo tempestivo e uniforme a livello globale. Qualunque tentativo di ritardare o indebolire gli accordi presi metterà a repentaglio la stabilità finanziaria.

Infine, anche una volta introdotte, le nuove regole non saranno di per sé sufficienti; un ruolo cruciale avrà anche l'azione rigorosa delle autorità di vigilanza volta ad assicurarne l'osservanza da parte delle istituzioni finanziarie sia all'interno sia al di fuori dei confini nazionali.

Misurazione e monitoraggio dei pericoli

La crisi ha messo in luce gravi carenze nella nostra capacità di misurare le vulnerabilità nell'ambito della stabilità finanziaria. Come si vedrà nel Capitolo 6, le autorità di regolamentazione e di vigilanza necessitano di dati migliori per poter misurare e monitorare in maniera più efficace il rischio sistemico. L'acquisizione di tali informazioni comporta significative sfide analitiche.

I dati attualmente disponibili a livello sia di singole istituzioni che di mercato presentano gravi lacune. I primi non sono abbastanza dettagliati od omogenei, mentre i secondi non sono adatti ai fini della gestione del rischio, dal momento che rivelano le tensioni sistemiche solo dopo che lo shock si è prodotto.

Dobbiamo colmare queste lacune il più presto possibile. I vincoli in termini di risorse, insieme ai problemi di riservatezza e agli ostacoli legali, ci impongono di fissare delle priorità, decidendo cosa sia realisticamente fattibile e cosa sia più urgente. Come indicato nel Capitolo 6, due sono le aree da considerare prioritarie: le statistiche a livello di singole imprese e le serie standardizzate sulle quantità aggregate. La prima di queste aree richiede un nuovo schema di riferimento internazionale che dia alle autorità di vigilanza una visione completa delle posizioni di bilancio delle maggiori istituzioni finanziarie e dei legami intercorrenti fra loro. In assenza di tale schema i supervisori non saranno in grado di analizzare congiuntamente le posizioni delle varie banche e di individuare le vulnerabilità a livello di sistema. Occorre inoltre che questi dati siano diffusi internazionalmente al fine di consentire un'adeguata analisi dei rischi sistemici globali.

La seconda area prioritaria richiede invece un aggiornamento delle serie standardizzate delle statistiche finanziarie aggregate (come quelle concernenti i flussi di fondi, le bilance dei pagamenti e le piattaforme di negoziazione) alla luce dei cambiamenti significativi intervenuti nel panorama finanziario negli ultimi decenni. I nuovi dati aggiornati accrescerebbero la nostra capacità di monitorare le vulnerabilità sistemiche nei settori sia bancario sia non bancario. Portando alla luce problemi a livello di settore, tali dati aggregati fornirebbero un indizio per individuare potenziali tensioni nei dati a livello aziendale.

Infine, il sistema finanziario continuerà a evolversi, non da ultimo per effetto di esigenze operative, dell'innovazione e degli sforzi delle istituzioni finanziarie per eludere costose regolamentazioni. Di fronte a questo stato di cose, le statistiche sulle singole transazioni fornite dalle banche dati e dalle piattaforme di negoziazione possono essere di aiuto ai regolatori e ai supervisori per individuare i mercati o gli ambiti di attività la cui evoluzione merita particolare attenzione.

Sintesi

Nell'arco dello scorso anno l'economia mondiale si è mossa, seppure a singhiozzo, verso un sentiero di crescita sana, stabile e in grado di autosostenersi. Malgrado ciò, molto resta da fare.

Anche prima che la crisi finanziaria rendesse necessarie massicce misure di stimolo, i disavanzi di bilancio in molte economie avanzate si trovavano già su una traiettoria insostenibile. Le autorità fiscali devono agire in modo celere e incisivo prima che sopraggiunga un nuovo disastro. Ciò significa affrontare gli squilibri strutturali che figurano fra le molteplici cause della crisi e fanno parte al tempo stesso del suo pericoloso retaggio. Nei paesi che si erano trovati al centro della crisi tali squilibri comprendono il perdurante indebitamento del settore privato (famiglie e imprese finanziarie e non finanziarie), il quale deve essere ridotto a livelli ben inferiori a quelli osservati a metà dell'ultimo decennio. Per questi paesi la correzione strutturale comporta altresì l'abbandono del modello di crescita trainata dall'indebitamento, una condizione indispensabile per ribilanciare l'economia mondiale.

Squilibri di conto corrente ampi e persistenti continuano a gravare sull'economia mondiale, mentre gli enormi flussi finanziari lordi all'interno del sistema stanno accentuando i rischi per la stabilità finanziaria. A questo riguardo si rendono particolarmente necessari la cooperazione e il coordinamento internazionali se si vuole evitare una correzione disordinata e dolorosa. Nondimeno, anche in assenza di coordinamento, i paesi in deficit e quelli in avanzo possono e dovrebbero comunque incoraggiare un aumento rispettivamente del risparmio e dei consumi; è di importanza vitale che ciascuno metta innanzitutto ordine in casa propria.

Anche per i banchieri centrali il compito non è facile. Essi sono alle prese con distorsioni esacerbate da anni di condizioni monetarie straordinariamente accomodanti. Prima fra le sfide è la crescente minaccia per la stabilità dei prezzi. Gli *output gap* si stanno chiudendo, i prezzi delle materie prime sono in forte aumento e l'inflazione cresce in tutto il mondo. I pericoli sono più

pronunciati nelle economie emergenti, ma non risparmiano le principali economie avanzate.

Sul fronte regolamentare, dove le autorità hanno concordato importanti riforme, restano da affrontare varie sfide. Occorre aumentare la capacità di tenuta delle istituzioni finanziarie di importanza sistemica. Vanno elaborati regimi di risoluzione delle crisi che permettano di gestire il fallimento anche delle società finanziarie maggiori. Inoltre, l'assetto regolamentare del futuro deve essere tale per cui qualunque istituzione che svolga le stesse attività di una banca sia trattata alla stregua di una banca indipendentemente dalla forma giuridica od organizzativa adottata.

Infine, la crisi ha messo in luce importanti lacune nelle statistiche disponibili per misurare le vulnerabilità finanziarie e il rischio sistemico. Nel breve periodo, per affrontare tale problema sarà fondamentale individuare quali fra queste lacune possano essere colmate più speditamente e agire per porvi rimedio.