

V. Verso una politica di bilancio orientata alla stabilità finanziaria

Dal 2008 i responsabili delle politiche si sono adoperati per contenere l'emergere di nuove vulnerabilità finanziarie ed evitare il ripetersi degli errori che hanno condotto alla Grande Crisi Finanziaria. Hanno inasprito la regolamentazione e la vigilanza prudenziali e si sono avvalsi sempre più di strumenti macroprudenziali, in particolare nelle economie emergenti (EME). Ma queste misure sono sufficienti? La politica di bilancio non dovrebbe anch'essa costituire un elemento essenziale del quadro di riferimento per la stabilità macrofinanziaria nel periodo post-crisi?

La stabilità finanziaria in generale, e i cicli finanziari in particolare, non sono quasi considerati nella progettazione della politica di bilancio. Eppure, la storia insegna che le crisi finanziarie hanno effetti devastanti sui conti pubblici. L'ultima crisi non fa eccezione. Dal 2007 il debito pubblico di molte economie avanzate ha raggiunto picchi mai registrati in tempo di pace, sollevando in alcuni casi seri interrogativi sulla sua sostenibilità. A loro volta, i crescenti rischi per le finanze pubbliche indeboliscono il sistema finanziario: minano la credibilità delle garanzie sui depositi e degli altri meccanismi di sostegno finanziario, rendono meno solidi i bilanci delle banche che detengono titoli del debito pubblico e riducono lo spazio di manovra delle autorità per attuare politiche anticicliche.

La stretta interdipendenza che lega bilanci bancari e pubblici crea altresì il potenziale per un circolo vizioso nel quale rischi sovrani e finanziari si rafforzano vicendevolmente, come dimostrato dalla recente crisi debitoria dell'area dell'euro. Per indebolire questo circolo vizioso è essenziale abbandonare l'attuale trattamento favorevole delle esposizioni verso soggetti sovrani nella regolamentazione bancaria e muoversi verso un quadro che rispecchi più accuratamente il rischio sovrano. Ma ciò di per sé non basta. Le banche continuerebbero a essere esposte indirettamente a causa della maggiore instabilità macroeconomica che può derivare da un aumento dei rischi sovrani.

Mantenere o ripristinare finanze pubbliche solide è quindi fondamentale e presuppone che la politica di bilancio sia condotta in maniera prudente e anticiclica. Costituendo sufficienti riserve durante i boom finanziari si crea un margine di manovra per risanare i bilanci e stimolare la domanda all'insorgere delle crisi. Al tempo stesso, un orientamento anticiclico più saldo può consentire anche di limitare l'espansione del credito e dei prezzi delle attività. Ma il contributo più importante alla prevenzione delle crisi può provenire dalla modifica della componente strutturale della politica di bilancio: in molti paesi, l'attuale composizione di lungo periodo del prelievo fiscale e delle sovvenzioni incentiva indebitamente il capitale di prestito rispetto al capitale di rischio, portando a un eccessivo grado di leva e a una maggiore fragilità finanziaria.

Dopo aver passato in rassegna l'esperienza storica, questo capitolo esamina in che modo è possibile proteggere il settore finanziario dal rischio sovrano, facendo particolare riferimento al trattamento delle esposizioni delle banche verso soggetti sovrani nella regolamentazione prudenziale. Il capitolo spiega in seguito come una politica di bilancio più attiva e mirata possa preservare il settore pubblico dagli eccessi finanziari di quello privato.

L'esperienza storica

Dalla Grande Crisi Finanziaria diversi studi hanno analizzato l'esperienza storica per indagare sulle cause e le conseguenze delle crisi. Una conclusione fondamentale è che, sia nelle economie avanzate sia nelle EME, le crisi bancarie sistemiche sono spesso precedute da un ampio e rapido aumento del credito al settore privato e dei prezzi delle attività. In altre parole, un bust finanziario è un boom finanziario finito male. Ciò non esclude la possibilità che l'indebitamento eccessivo del settore pubblico sia precursore di turbolenze nel settore bancario, come è stato molto chiaramente dimostrato dalla Grecia nel 2009-10 e da diverse EME negli anni ottanta e novanta. Tuttavia, almeno nelle economie avanzate, è raro che una crisi bancaria sia preceduta da un'impennata dell'indebitamento pubblico. E, in linea generale, le crisi del debito sovrano sono state meno frequenti di quelle bancarie¹.

Questa osservazione non fa del debito pubblico un elemento irrilevante. Al contrario, un'altra conclusione importante è che il livello del debito pubblico amplifica in maniera cruciale i costi di una crisi finanziaria. Più è elevato all'insorgere di una crisi, più la recessione sarà profonda e la ripresa lenta. Di norma le crisi finanziarie conducono a sostanziali aumenti del debito pubblico nel periodo immediatamente seguente. Se il debito è già alto, ciò può spingerlo verso il suo limite. In questo caso gli spread sovrani possono impennarsi e le politiche di stabilizzazione diventare fortemente limitate, con il risultato di peggiorare le condizioni di finanziamento del settore privato e accentuare il calo del prodotto.

L'analisi che segue esamina, separatamente, i danni causati dai bust finanziari alle finanze pubbliche e i canali attraverso i quali i rischi per queste ultime aggravano i rischi finanziari.

Il settore finanziario come fonte di tensioni nel settore pubblico

Il grafico V.1 mostra l'andamento del debito delle amministrazioni pubbliche in prossimità delle crisi bancarie nel periodo successivo a Bretton Woods. Tre osservazioni sono degne di nota. Innanzitutto, nei periodi post-crisi il debito pubblico registra un aumento sostanziale nelle economie avanzate e più accentuato che nelle EME. L'incremento mediano è di circa 15 punti percentuali del PIL in tre anni nelle economie avanzate (grafico V.1, diagramma di sinistra) e di 8 punti percentuali nelle EME (grafico V.1, diagramma di destra). In secondo luogo, dopo l'impennata iniziale il debito continua a salire, ancorché solo gradualmente, per diversi anni. Infine, esso è relativamente stabile nei periodi che precedono le crisi, in linea con la visione che l'indebitamento pubblico non è generalmente responsabile dell'accumulo di vulnerabilità prima delle crisi.

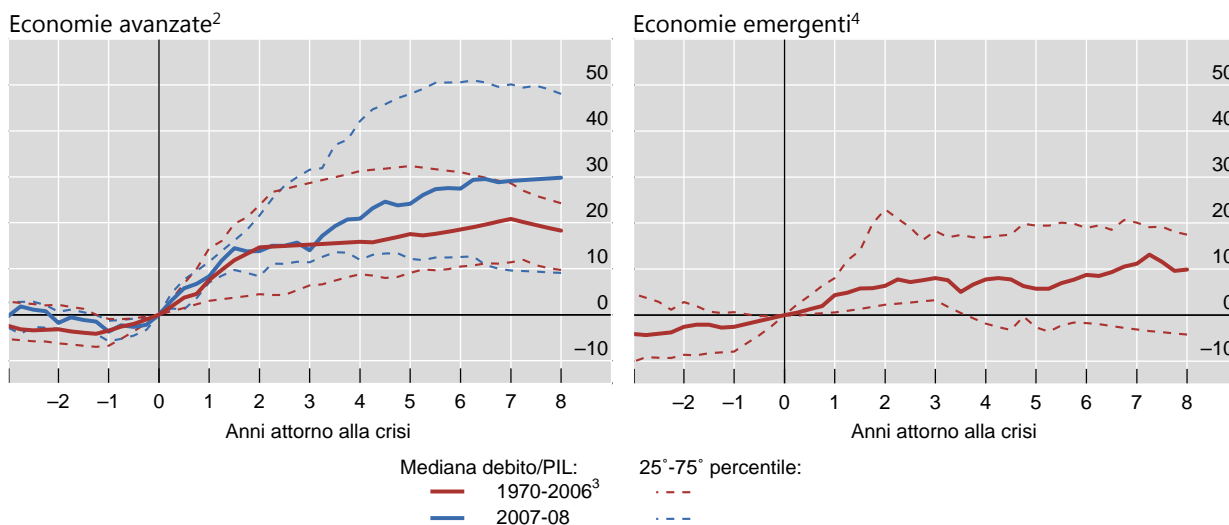
Rispetto agli episodi di crisi successivi al 1970, la Grande Crisi Finanziaria ha condotto ad aumenti del debito pubblico più vasti e persistenti. Dopo tre anni, l'espansione mediana del debito nelle economie avanzate corrispondeva all'incirca a

¹ Cfr. ad esempio Ò. Jorda, M. Shularick e A. Taylor, "Sovereigns versus banks: credit, crises, and consequences", *Journal of the European Economic Association*, febbraio 2016; C. Reinhart e K. Rogoff, "From financial crash to debt crisis", *American Economic Review*, vol. 101, agosto 2011; M. Bordo e C. Meissner, "Fiscal and financial crises", *NBER Working Papers*, n. 22059, marzo 2016; e L. Laeven e F. Valencia, "Systemic banking crises database", *IMF Economic Review*, vol. 61, 2013.

Il debito delle amministrazioni pubbliche aumenta notevolmente dopo una crisi¹

Crisi bancarie tra il 1970 e il 2008; in punti percentuali di PIL

Grafico V.1



La linea verticale indica l'anno di inizio della crisi.

¹ Gli anni di inizio delle crisi sono riportati tra parentesi. ² Austria (2008), Belgio (2008), Danimarca (2008), Finlandia (1991), Francia (2008), Germania (2008), Giappone (1997), Grecia (2008), Irlanda (2008), Italia (2008), Norvegia (1991), Paesi Bassi (2008), Portogallo (2008), Regno Unito (2007), Spagna (1977 e 2008), Stati Uniti (1988 e 2007), Svezia (1991 e 2008) e Svizzera (2008). ³ Per le economie emergenti sono incluse anche le crisi tra il 2007 e il 2008. ⁴ Argentina (1980, 1989, 1995 e 2001), Brasile (1990 e 1994), Cile (1976 e 1981), Colombia (1982 e 1998), Corea (1997), Filippine (1983 e 1997), India (1993), Indonesia (1997), Malaysia (1997), Messico (1981 e 1994), Perù (1983), Polonia (1992), Repubblica Ceca (1996), Russia (1998 e 2008), Thailandia (1983 e 1997), Turchia (1982 e 2000) e Ungheria (1991 e 2008).

Fonti: L. Laeven e F. Valencia, "Systemic banking crises database: an update", *IMF Working Papers*, n. 12/163, giugno 2012; C. Reinhart, www.carmenreinhart.com/data; FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

quella degli episodi precedenti, ma dopo otto anni era superiore di oltre 10 punti percentuali (grafico V.1, diagramma di sinistra). Questo aumento più significativo riflette probabilmente la maggiore gravità della crisi e, in certa misura, la risposta delle politiche. Per contro, solo in poche EME le banche hanno necessitato di sostegno pubblico durante la Grande Crisi Finanziaria.

Diversi fattori determinano di norma il forte aumento del debito pubblico nei periodi successivi alle crisi.

Prima di tutto, lo Stato usa le risorse finanziarie disponibili per sostenere il risanamento dei bilanci bancari (costi di salvataggio). Il ruolo del governo è cruciale e va dall'acquisto di attività deteriorate alla ricapitalizzazione di istituzioni, a volte mediante una nazionalizzazione temporanea. In alcuni casi il sostegno pubblico si estende anche ai prenditori non finanziari, sia società sia famiglie.

I costi di salvataggio possono essere decisamente elevati, ma è difficile darne una valutazione precisa, anche a posteriori. Le stime variano ampiamente in funzione del metodo e dell'orizzonte temporale. Inoltre, nel tempo, i paesi possono essere in grado di recuperare una parte o la maggior parte dei costi iniziali, in alcuni casi persino ricavandone un piccolo utile netto, a condizione che gestiscano la crisi

efficacemente. Nelle EME, ma non nelle economie avanzate, tali costi sembrano rappresentare la principale fonte di incremento del debito².

Secondariamente, il crollo del prodotto e dell'occupazione e la loro lenta ripresa comprimono le entrate e fanno crescere la spesa non discrezionale e i trasferimenti attraverso gli stabilizzatori automatici. Le perdite di prodotto iniziali sono considerevoli e sorprendentemente simili nelle economie avanzate e nelle EME, almeno nel periodo successivo a Bretton Woods. Misurate tra il massimo e il minimo, o tra il massimo e il punto in cui il tasso di crescita torna ai livelli antecedenti la crisi, esse vanno in media dal 6 al 15% nei diversi paesi, contro meno del 4% nelle recessioni non precedute da una crisi finanziaria. In generale, le crisi sfociano in periodi di ripresa fiacca: sono necessari diversi anni affinché l'attività ritorni ai suoi massimi pre-crisi. Soprattutto, vi è evidenza del fatto che le perdite non vengono interamente recuperate: il livello del prodotto non torna al suo trend precedente.

La flessione permanente una tantum del prodotto può anche accompagnarsi a un calo duraturo della crescita tendenziale. Se in precedenza la letteratura economica non era stata generalmente in grado di evidenziare effetti permanenti sulla crescita, studi recenti mostrano che la produttività può rallentare per molti anni³. L'elevato debito pubblico può essere una ragione. La mancanza di margine di manovra nei conti pubblici può dare luogo a spread creditizi in costante aumento e accentuare le distorsioni causate dal prelievo fiscale, frenando notevolmente la produttività. Inoltre, la riluttanza a usare le risorse finanziarie per risanare i bilanci può prolungare il periodo di debolezza economica. L'esperienza del Giappone, dove il risanamento in seguito alla crisi dei primi anni novanta era stato differito, invita alla cautela.

In terzo luogo, la risposta delle politiche può determinare un ulteriore deterioramento dei conti pubblici. Se i governi hanno margine di manovra, possono aumentare la spesa discrezionale o alleggerire la pressione fiscale per sostenere la domanda aggregata. È ciò che hanno fatto diverse economie avanzate all'indomani della Grande Crisi Finanziaria. Di fatto, nelle economie avanzate le politiche di bilancio espansive, attraverso stabilizzatori automatici o misure discrezionali, sono frequentemente la causa principale di incremento del debito. Nelle EME il margine di manovra è invece minore, molto probabilmente per via dei vincoli di finanziamento più stringenti ai quali questi paesi fanno generalmente fronte dopo una crisi.

Un quarto fattore attiene agli effetti di composizione che, per una data dinamica del prodotto e del reddito, possono indebolire ulteriormente le finanze pubbliche. In particolare, il crollo dei prezzi delle attività può svolgere un ruolo essenziale. Ad esempio, studi empirici mostrano che il 30-40% del deterioramento dei saldi di bilancio avvenuto nel Regno Unito e in Svezia agli inizi degli anni novanta era dovuto a effetti dei prezzi delle attività, soprattutto nel mercato immobiliare⁴.

Infine, i tassi di cambio possono svolgere un ruolo analogo. È ciò che accade allorché il debito è denominato in una valuta estera e, come spesso succede, la crisi

² Cfr. ad esempio L. Laeven e F. Valencia, "Systemic banking crises database", *IMF Economic Review*, vol. 61, 2013; e P. Honahan e D. Klingebiel, "Controlling the fiscal costs of banking crises", *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, 2003.

³ C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, "Labour allocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", *BIS Working Papers*, n. 534, dicembre 2015. Cfr. anche C. Reinhart e V. Reinhart, "Financial crises, development, and growth: a long-term perspective", *The World Bank Economic Review*, aprile 2015.

⁴ F. Eschenbach e L. Schuknecht, "Budgetary risks from real estate and stock markets", *Economic Policy*, vol. 19, 2004.

coincide con un brusco deprezzamento. Sono proprio questi timori ad aver spinto le EME a tentare di ridurre la dipendenza dai finanziamenti in valuta a partire dalle crisi degli anni ottanta e novanta. Ciò nondimeno, il settore pubblico può comunque rimanere indirettamente esposto a disallineamenti valutari se quello privato ricorre all'indebitamento in valuta.

Il settore pubblico come fonte di tensioni finanziarie

La crisi debitoria dell'area dell'euro ci ha ricordato che i default sovrani non fanno più parte del passato e non sono più circoscritti alle economie meno sviluppate. Tuttavia, non sarebbe prudente dare per scontato che si verificano solo nei paesi che hanno ceduto la propria sovranità monetaria, come quelli dell'area dell'euro, o che si sono indebitati in valuta estera. Le insolvenze sul debito interno, seppur meno frequenti rispetto a quelle sul debito estero, sono tutt'altro che rare. Spesso, ma non sempre, i default interni si associano a default esterni, tendenzialmente quando i paesi fanno fronte a condizioni economiche più difficili e a un aumento pronunciato dell'inflazione. In tali circostanze, le autorità possono considerare che l'insolvenza sia meno onerosa di un'elevata inflazione, soprattutto quando il debito è a breve termine o indicizzato⁵.

Inoltre, anche in assenza di un vero e proprio default, posizioni di bilancio insostenibili possono avere conseguenze avverse. Una è l'incremento dell'inflazione. La volatilità dell'inflazione e l'incertezza riguardo alla possibile risposta delle politiche possono essere molto costose per l'attività economica e finanziaria. Un'altra è l'arresto improvviso o la brusca inversione di rotta dei flussi di capitali, che possono interagire con il danno finanziario causato da forti deprezzamenti valutari. Ma, prima ancora che si realizzi uno qualsiasi di questi scenari, il peggioramento del merito di credito percepito dell'emittente sovrano può avere effetti pervasivi sul settore bancario. Diversi meccanismi possono essere all'opera.

Anzitutto, questo peggioramento può indebolire direttamente i bilanci delle banche⁶. Esso causa perdite di capitale, la cui incidenza dipende dall'importo e dalla durata finanziaria dei titoli di Stato detenuti. Può inoltre inasprire le condizioni di provvista delle banche, rendendole ancora più deboli. Anche se le perdite non sono contabilizzate ai valori correnti di mercato, gli investitori percepiranno con ogni probabilità le banche come più rischiose. Un rischio sovrano maggiore riduce altresì il valore dei titoli pubblici costituibili in garanzia e quello delle garanzie statali esplicite o implicite. Di fatto, i declassamenti dei rating sovrani si traducono generalmente in rating più bassi anche per le banche. Il rating sovrano rappresenta di norma il "tetto di riferimento" per quello delle imprese⁷.

⁵ Cfr. ad esempio C. Reinhart e K. Rogoff, "The forgotten history of domestic debt", *Economic Journal*, vol. 121, 2011. I rating riconoscono che il debito interno (in moneta locale) non è privo di rischi. Per i 74 Stati che hanno ricevuto il primo rating sovrano sul debito in moneta locale da almeno una delle tre principali agenzie tra il 1995 e il 1999, il divario medio tra i rating sul debito emesso in valuta locale ed estera per uno stesso Stato si è ridotto da circa 1,8 gradi (notch) a 0,2 a fine 2015.

⁶ Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", *CGFS Papers*, n. 43, luglio 2011.

⁷ Cfr. ad esempio M. Adelino e M. Ferreira, "Bank ratings and lending supply: evidence from sovereign downgrades", *Review of Financial Studies*, di prossima pubblicazione, 2016; e Y. Baskaya e S. Kalemli-Özcan, "Sovereign risk and bank lending: evidence from the 1999 Turkish earthquake", non pubblicato, mimeo, 2015.

In secondo luogo, un deterioramento del merito creditizio può indebolire le banche indirettamente attraverso le sue ricadute più ampie sull'economia. Ad esempio, può far aumentare il costo della raccolta sui mercati. I rendimenti pubblici costituiscono in genere una soglia minima per i costi di finanziamento sui mercati privati. Neanche le grandi imprese che hanno accesso ai mercati dei capitali esteri vengono risparmiate, a meno che non abbiano una forte operatività e ingenti vendite all'estero. Inoltre, la debolezza economica può deprimere la domanda di credito e alimentare ritardi di pagamento e insolvenze da parte della clientela bancaria. Entrambi i fattori limitano altresì la possibilità per gli emittenti privati non finanziari di rimpiazzare il debito raccolto sul mercato con debito bancario o capitale azionario.

Infine, può anche insinuarsi la repressione finanziaria. Di fronte all'aumento del rischio sovrano, i governi possono introdurre misure volte a ridurre i rischi di mancato rinnovo e i costi di indebitamento (ad esempio controlli sui movimenti di capitali transfrontalieri e tasse sulle transazioni finanziarie)⁸. Ciò erode la redditività delle banche e può intaccare ulteriormente la fiducia degli investitori.

Il circolo vizioso

Questa analisi indica che i rischi sovrani e del sistema finanziario possono rafforzarsi vicendevolmente. Anche studi empirici hanno rilevato significativi effetti di contagio e di retroazione reciproca (situazione altresì nota come "circolo vizioso"). La Grande Crisi Finanziaria ha messo in evidenza questo rischio e diverse osservazioni sono degne di nota.

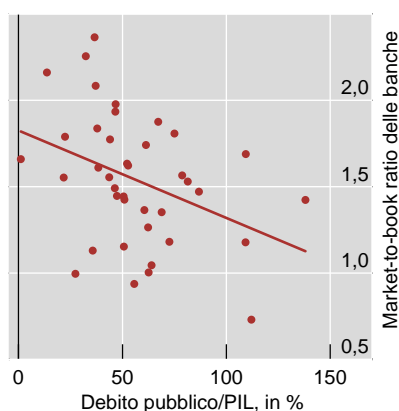
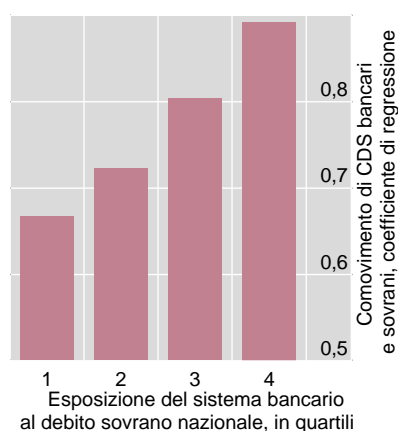
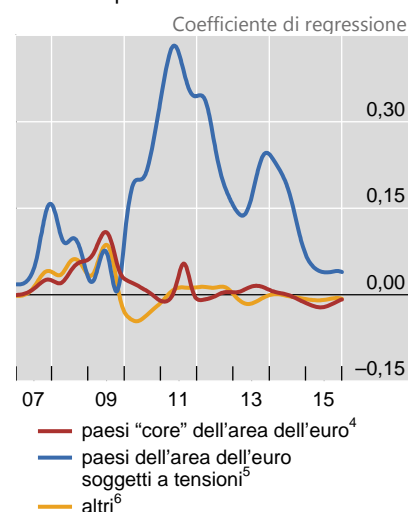
Innanzitutto, gli spread sui credit default swap (CDS) sovrani e bancari tendono a muoversi in sintonia e a influenzarsi a vicenda. Il legame è più stretto di quanto possano spiegare fattori comuni come lo stato dell'economia o la volatilità di mercato, indicando un'interdipendenza causale⁹.

In secondo luogo, l'ampiezza degli spread sui CDS sovrani e bancari e la loro correlazione tendono a essere maggiori nei paesi con conti pubblici meno solidi. Analogamente, banche più deboli in termini di rapporto tra valore di mercato e valore contabile sono associate a rapporti debito pubblico/PIL elevati (grafico V.2, diagramma di sinistra). Inoltre, l'effetto di contagio reciproco è più forte nei paesi con un settore finanziario più sviluppato e una maggiore quota di finanza intermediata dalle banche.

Infine, più alta è la percentuale di titoli di Stato nazionali nelle attività delle banche, maggiore è l'effetto (grafico V.2, diagramma centrale). A riprova che questa relazione non riflette semplicemente il rischio paese, le ricerche hanno inoltre mostrato che all'interno dello stesso paese le banche con esposizioni più ingenti verso soggetti sovrani nazionali riducono il credito più delle altre in risposta a un

⁸ L'emissione di debito a breve scadenza in linea generale aumenta notevolmente durante gli episodi di tensione finanziaria, riflettendo sia il rischio di default sia un incremento dell'inflazione futura. Ciò aumenta il rischio di mancato rinnovo per lo Stato.

⁹ Cfr. ad esempio V. Acharya, I. Drechsler e P. Schnabl, "A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk", *Journal of Finance*, vol. 69, 2014; e V. de Bruyckere, M. Gerhardt, G. Schepens e R. Vander Vennet, "Bank/sovereign risk spillovers in the European debt crisis", *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, 2013.

Valutazione delle banche e debito pubblico¹Spread sui CDS bancari e sovrani²Circolo vizioso tra settore bancario e settore pubblico³

¹ Medie nazionali del rapporto tra valore di mercato e valore contabile (market-to-book ratio) delle banche e del debito pubblico in percentuale del PIL; il campione comprende 39 economie avanzate ed emergenti per il periodo 1981-2016. La retta di regressione è significativa a un livello del 5%. ² Comovimento del logaritmo naturale degli spread sui CDS delle banche con sede legale nel paese considerato con CDS sovrani da una regressione su dati panel. Il grafico riporta i coefficienti stimati della variazione logaritmica dei CDS sovrani fatta interagire con una variabile dummy indicativa del quartile dell'esposizione aggregata del sistema bancario nazionale verso titoli di Stato nazionali in rapporto alle attività totali delle banche, dove 1 indica i sistemi bancari con il livello più basso di esposizione verso titoli di Stato nazionali e 4 quelli con il livello più alto. Il campione comprende 32 economie avanzate ed emergenti. ³ Comovimento dei premi sui CDS bancari e sovrani, stimato da una regressione di CDS sovrani sugli spread sui CDS delle banche con sede legale nel paese considerato. La variazione nel tempo dei coefficienti è ottenuta effettuando regressioni con osservazioni ponderate in base a una distribuzione gaussiana centrata su ogni settimana, con una deviazione standard di 12 settimane. ⁴ Austria, Francia, Germania e Paesi Bassi. ⁵ Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. ⁶ Danimarca, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

Fonti: FMI; Datastream; Markit; BRI; elaborazioni BRI.

incremento del rischio sovrano¹⁰. Anche le caratteristiche delle singole banche o del settore bancario sono rilevanti. Il rischio sovrano incide maggiormente sulle banche con minore capitalizzazione, più dipendenti dal finanziamento all'ingrosso e con rapporti prestiti/attività più bassi¹¹.

La Grande Crisi Finanziaria fornisce una chiara illustrazione del meccanismo di retroazione in gioco. Agli inizi della crisi nel 2008, il rischio di insolvenza delle banche misurato dagli spread sui CDS è cresciuto senza far aumentare il rischio sovrano. I primi salvataggi e le garanzie statali esplicite sono stati seguiti da un calo degli spread sui CDS delle banche. Ma subito dopo ciò ha provocato un incremento del rischio sovrano. E quando la crisi dell'area dell'euro è scoppiata nel 2010, il comovimento si è molto accentuato nei paesi in difficoltà. Di fronte al debito elevato e alla mancanza di margine di manovra per le politiche di bilancio, gli operatori dei mercati finanziari hanno considerato questi rischi come interconnessi (grafico V.2, diagramma di destra).

¹⁰ Cfr. ad esempio M. Bottero, S. Lenzu e F. Mezzanotti, "Sovereign debt exposure and the bank lending channel: impact on credit supply and the real economy", Harvard University, Working Paper, gennaio 2016.

¹¹ Cfr. ad esempio V. de Bruyckere, M. Gerhardt, G. Schepens e R. Vander Vennet, "Bank/sovereign risk spillovers in the European debt crisis", *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, 2013; e A. Demirgüç-Kunt e H. Huizinga, "Are banks too big to fail or too big to save? International evidence from equity prices and CDS spreads", *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, 2013.

Proteggere il settore finanziario dal rischio sovrano

In molti paesi, i titoli di Stato nazionali costituiscono una quota rilevante delle attività bancarie e non bancarie, esponendole direttamente al rischio sovrano. Ciò vale sia per le banche sia per le istituzioni finanziarie non bancarie come i fondi pensione, le compagnie assicurative e i veicoli di investimento collettivo. In che modo la regolamentazione prudenziale può contribuire a proteggerle dal rischio sovrano? La parte che segue si incentra prima di tutto e soprattutto sulle banche, dato il loro ruolo cruciale nel rischio sistemico e nella stabilità macroeconomica. Ciò detto, un trattamento più completo della questione dovrebbe includere anche altri tipi di istituzioni, non da ultimo alla luce della loro crescente importanza nel sistema finanziario (Capitolo VI).

Esposizioni delle banche al rischio sovrano

Le esposizioni delle banche verso lo Stato di appartenenza variano notevolmente da un paese all'altro. La loro quota sul totale delle attività bancarie, risulta ad esempio relativamente elevata in Brasile, Giappone, India, Italia e Messico, ma ridotta in Canada, Cile, Svezia e Svizzera (grafico V.3, diagramma di sinistra). In linea generale, tendono a essere maggiori nelle EME che nelle economie avanzate.

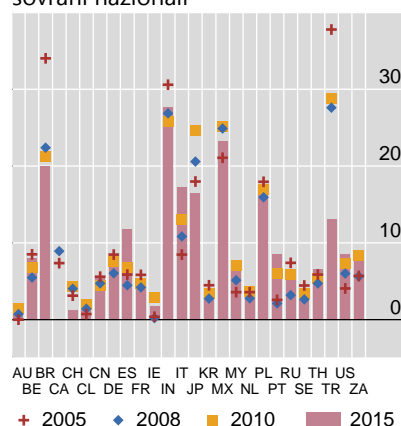
Tali disparità tra paesi persistono tendenzialmente nel tempo, rispecchiando in parte fattori strutturali. Uno di questi è lo *spessore finanziario*. Ad esempio, in diverse

Le esposizioni delle banche verso soggetti sovrani variano significativamente tra i paesi e nel tempo¹

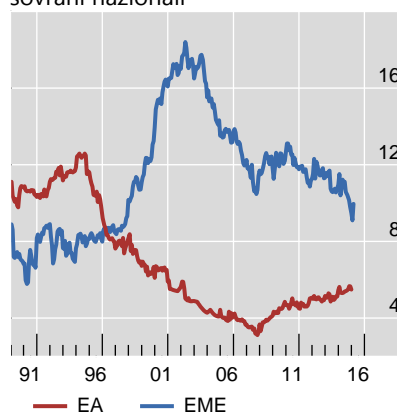
In rapporto alle attività totali, in percentuale

Grafico V.3

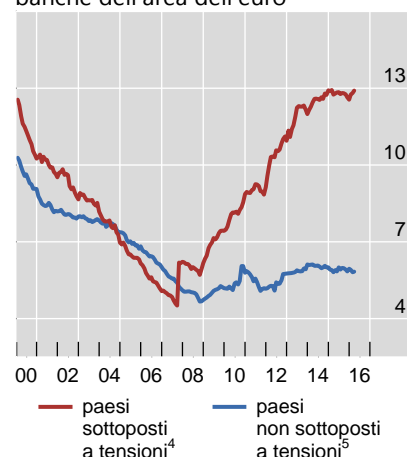
Esposizione verso soggetti sovrani nazionali



Esposizione verso soggetti sovrani nazionali²



Quota di debito detenuto dalle banche dell'area dell'euro³



¹ In base alla residenza. La popolazione dichiarante comprende tutte le entità singole residenti nel paese, incluse le filiazioni di proprietà estera o le filiali di entità estere. Sono escluse le filiali e le filiazioni all'estero di entità di proprietà nazionale. ² Mediana per le economie elencate. ³ Titoli di debito sovrani nazionali più prestiti erogati a soggetti sovrani nazionali da istituzioni finanziarie monetarie escluso il Sistema europeo di banche centrali, in rapporto alle attività totali. ⁴ Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. ⁵ Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi.

Fonti: BCE; FMI, *International Financial Statistics*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

EME i titoli di Stato sono le uniche emissioni interne con rating elevato. Un secondo fattore è il *debito pubblico*. Le banche in paesi con livelli elevati di debito pubblico – come Brasile, Giappone, India e Italia – presentano naturalmente esposizioni relativamente più elevate verso il soggetto sovrano. Un terzo fattore è il *quadro per le operazioni di mercato delle banche centrali*, che definisce le garanzie idonee. In alcuni paesi, ad esempio, sono idonei solo i titoli del settore pubblico. Infine, i *vincoli regolamentari* variano da paese a paese. Tuttavia, nel tempo e particolarmente nel periodo post-crisi, la regolamentazione è stata sempre più armonizzata, generalmente a favore del debito pubblico rispetto a quello privato. Un buon esempio è costituito dai nuovi requisiti internazionali in materia di liquidità, come il Liquidity Coverage Ratio (LCR) (Capitolo VI).

Inoltre, le esposizioni verso il soggetto sovrano variano notevolmente nel tempo all'interno dei singoli paesi, riflettendo fattori sia secolari che ciclici (grafico V.3, diagramma centrale). Nelle EME la loro quota sul totale delle attività segue una tendenza al ribasso, interrotta solo temporaneamente dalla Grande Crisi Finanziaria. Questo andamento riflette in parte il crescente livello di sofisticatezza e integrazione del settore finanziario delle EME, ma anche i boom finanziari e di conseguenza la crescita significativa del credito al settore privato. Anche nelle economie avanzate le esposizioni verso il soggetto sovrano seguivano una tendenza calante prima della Grande Crisi Finanziaria. Tuttavia, con l'inversione del ciclo finanziario e il brusco aumento del debito pubblico, sono tornate a crescere (grafico V.3, diagramma centrale). Prevedibilmente, quando la domanda di credito cala e la propensione al rischio è bassa, il debito pubblico interno può costituire l'alternativa migliore in termini di liquidità e sicurezza.

L'incremento delle esposizioni nel periodo post-crisi non è stato uniforme nei vari paesi. In particolare nell'area dell'euro è stato registrato un aumento delle differenze tra paesi e della preferenza per i titoli di Stato nazionali (home bias). Inoltre, l'home bias è cresciuto in maniera relativamente più marcata nei paesi con difficoltà di bilancio (grafico V.3, diagramma di destra). Questa situazione sembra paradossale. È vero che le banche traggono profitto dall'ampliamento dei differenziali tra i rendimenti dei titoli dello Stato di appartenenza e i loro costi di provvista. Ma ciò non spiega perché gli investitori negli altri paesi non se ne avvantaggino. Una possibilità è che gli azionisti e i dirigenti delle banche domestiche sono in grado di trasferire parte del rischio aggiuntivo ai creditori bancari e ai contribuenti (trasferimento del rischio). Nel caso di un default del paese, la mancanza di salvaguardie avrebbe un impatto su tutte le banche domestiche, anche quelle poco esposte al debito nazionale. Un'altra possibilità è la "moral suasion". Nei periodi di tensioni di mercato, le autorità possono indurre le banche a svolgere un ruolo stabilizzatore investendo in controtendenza. Alla lunga, tuttavia, ciò rischia di rafforzare il legame tra banche e soggetti sovrani, a meno che i responsabili delle politiche non abbiano approfittato di condizioni di mercato più calme per consolidare le finanze pubbliche.

Trattamento del rischio sovrano nella regolamentazione prudenziale

Lo schema di regolamentazione dei coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio di Basilea prescrive requisiti patrimoniali minimi commensurati al rischio di credito sottostante, in linea con l'obiettivo di assicurare la sensibilità al rischio. Tali requisiti si applicano anche al debito sovrano. Esistono, tuttavia, delle eccezioni alla regola

generale¹². Nell'ambito del metodo standardizzato per il rischio di credito e il rischio di mercato, le esposizioni verso soggetti sovrani sono ponderate per il rischio in base al loro rating esterno, con l'applicazione di ponderazioni di rischio positive per i titoli di debito aventi un rating inferiore ad AA-. Tuttavia le autorità nazionali di vigilanza possono, a loro discrezione, applicare un peso inferiore o persino nullo ai titoli di Stato nazionali purché siano denominati e finanziati nella valuta domestica. Nell'ambito del metodo alternativo per il rischio di credito, ossia il sistema basato sui rating interni (IRB), alle banche è consentito di impiegare i propri modelli interni per stimare le probabilità di insolvenza e la perdita in caso di insolvenza. In questo caso, i titoli sovrani sono esentati dalla soglia minima di 3 punti base applicata alla probabilità di insolvenza prevista per gli emittenti privati con caratteristiche sostanzialmente simili. Di fatto, le ponderazioni di rischio solitamente applicate ai titoli di Stato nazionali sono spesso quasi nulle. Un altro aspetto fondamentale dell'attuale regolamentazione è che il debito sovrano è anche esentato dal requisito minimo sulle grandi esposizioni che limita al 25% della base patrimoniale idonea le esposizioni verso una singola controparte o gruppo di controparti connesse.

L'argomento consueto a favore del trattamento dei titoli di debito pubblici come (quasi) privi di rischio è che uno Stato potrà sempre rimborsare il valore nominale di un'obbligazione emettendo maggiore moneta. A questo argomento si possono muovere tre obiezioni. Anzitutto la monetizzazione del debito può non essere possibile a causa di vincoli istituzionali, come nell'area dell'euro, o può non costituire sempre l'opzione meno onerosa, come mostrano diversi casi passati, in particolare nelle EME. In secondo luogo, all'interno di un paese, gli enti subnazionali (ad esempio le amministrazioni municipali o regionali) o le aziende a partecipazione statale possono fallire e, di fatto, falliscono. Ciò si riflette normalmente nei diversi prezzi di mercato dei loro titoli di debito. Infine, la volatilità dei prezzi delle obbligazioni dovuta alle mutevoli percezioni dei rischi legati alle finanze pubbliche può avere effetti deleteri sulle banche, anche in assenza di default (cfr. sopra). Ciò vale persino quando il rischio di credito, nella sua accezione ristretta, è escluso e le preoccupazioni degli investitori sono rivolte unicamente all'aumento dell'inflazione o al deprezzamento del cambio.

Eliminare l'attuale trattamento preferenziale delle esposizioni verso soggetti sovrani arrecherebbe diversi vantaggi¹³. Ex ante, scoraggerebbe l'accumulo di ingenti esposizioni bancarie verso titoli di Stato nazionali e in questo modo limiterebbe altresì l'azzardo morale da parte delle banche e delle autorità di regolamentazione. Ex post, permetterebbe alle banche di essere meglio capitalizzate e in grado di far fronte a periodi di tensione finanziaria. Questi fattori dovrebbero favorire una migliore gestione del rischio e un'accresciuta resilienza macroeconomica, non da ultimo mitigando il "circolo vizioso". In definitiva, ciò potrebbe tradursi in costi di finanziamento a lungo termine più bassi sia per le banche sia per gli Stati¹⁴. Inoltre, riducendo le distorsioni tra le classi di attivi, potrebbe altresì far aumentare l'offerta di credito alle società non finanziarie private.

¹² Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, "Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013 (pagg. 11-12 del capitolo "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno").

¹³ Cfr. anche il riquadro VI.E nell'85^a *Relazione annuale*.

¹⁴ Per una trattazione formale di come la regolamentazione possa condurre a una riduzione dei tassi di interesse, cfr. ad esempio E. Fahri e J. Tirole, "Deadly embrace: sovereign and financial balance sheets doom loops", *NBER Working Papers*, n. 21843, gennaio 2016.

Questi vantaggi vanno soppesati alla luce degli effetti potenzialmente avversi sul funzionamento del sistema finanziario. Almeno tre sono degni di nota.

Innanzitutto, le banche possono avere un margine di manovra ridotto per agire come *stabilizzatori o investitori in controtendenza* nei periodi di tensione sui mercati. I detrattori affermano che la probabilità di crisi di liquidità autorealizzantesi potrebbe risultare più elevata; e, limitandosi lo spazio per una politica di bilancio anticiclica, il rischio paese e quindi lo stato di salute delle banche potrebbero deteriorarsi. Tuttavia, la riduzione della possibilità per le banche di svolgere questo ruolo potrebbe accrescere gli incentivi ex ante ad adottare una politica fiscale rigorosa, diminuendo il rischio di tensioni sui mercati a monte. Le autorità dovranno muoversi su un confine molto sottile per evitare ripercussioni negative ex post e fornire gli incentivi giusti ex ante.

In secondo luogo, la *liquidità del mercato obbligazionario* può diminuire anche nei periodi non caratterizzati da tensioni di mercato. I coefficienti patrimoniali obbligatori sui titoli pubblici possono accrescere i costi di intermediazione bancaria nei mercati a pronti e PcT per le obbligazioni sovrane, poiché i dealer ridurrebbero le proprie disponibilità di titoli. Ciò nondimeno, un settore bancario più resiliente e una minore probabilità di tensioni di mercato dovrebbero condurre a un irrobustimento della liquidità di mercato e renderebbero meno frequenti gli interventi di iniezione di liquidità di emergenza delle banche centrali (Capitolo VI).

Terzo, *la trasmissione della politica monetaria* può diventare meno efficace. I titoli pubblici sono una fonte fondamentale di strumenti di garanzia nei mercati PcT, il che facilita gli arbitraggi migliorando la liquidità bancaria e la flessibilità di finanziamento delle posizioni. Imponendo dei limiti alle disponibilità in obbligazioni, la regolamentazione può dunque condurre a una minore attività di arbitraggio e a una maggiore volatilità del tasso di interesse, attenuando quindi l'impatto delle modifiche dei tassi ufficiali sui rendimenti a lungo termine. Questo esito non è tuttavia certo. Sufficienti operazioni di arbitraggio lungo la curva dei rendimenti potrebbero essere garantite anche dalle istituzioni non bancarie. E un ulteriore aiuto potrebbe provenire dalle banche centrali con l'aggiunta di tali istituzioni alla loro lista di controparti ammesse. Inoltre, migliorando la resilienza delle banche la regolamentazione può ridurre in media la volatilità dei tassi di interesse e rendere di conseguenza il meccanismo di trasmissione più stabile nell'arco del ciclo.

La forza di questi effetti potenzialmente avversi dipende, in misura significativa, dalla struttura e dalla sofisticatezza del sistema finanziario. Nei sistemi finanziari meno sviluppati, le banche tendono ad avere meno margine di manovra per diversificarsi a livello nazionale. La loro base di investitori non bancari può essere relativamente ridotta. E diversificare il debito all'estero le esporrebbe al rischio valutario, potenzialmente oneroso da coprire. Un altro fattore importante è la dimensione delle consistenze di titoli del debito pubblico. Per i paesi con livelli di debito pubblico molto elevati può essere difficile, se non impossibile, imporre limitazioni stringenti alle disponibilità bancarie. Ciò detto, i sistemi finanziari operano con livelli di esposizioni verso soggetti sovrani alquanto diversi, come già accennato. Si tratterebbe quindi di una problematica da affrontare nella transizione verso una regolamentazione più rigorosa, ma non necessariamente di un argomento a sfavore della regolamentazione di per sé.

In questo contesto, qualsiasi modifica al trattamento corrente delle esposizioni verso soggetti sovrani dovrebbe tener conto di una serie di questioni.

La prima è come *misurare il rischio sovrano*. La maggior parte dei soggetti sovrani, soprattutto tra le economie avanzate, non si è trovata in stato di insolvenza negli ultimi decenni. Sebbene l'esperienza storica recente non implichi che la probabilità di insolvenza o la perdita in caso di insolvenza sia pari a zero, essa fornisce scarse informazioni per la stima di questi due parametri con il metodo IRB. Nell'ambito del metodo standardizzato, invece, le ponderazioni di rischio sono basate su rating emessi da agenzie esterne (o, nelle giurisdizioni dove ciò non è possibile, su parametri alternativi). I rating creditizi sintetizzano una vasta quantità di informazioni e dovrebbero teoricamente essere prospettici. Sono inoltre immediatamente disponibili e offrono notoriamente una classifica ordinale affidabile del rischio. Tuttavia, le agenzie tendono a modificarli raramente e repentinamente, allo scopo di minimizzarne la volatilità. In aggiunta, le autorità di diversi paesi hanno vietato, o stanno attivamente scoraggiando, il loro uso a fini regolamentari.

Delle misure alternative potrebbero basarsi su indicatori di mercato o su altri parametri non di mercato. I primi, come gli spread sui CDS, sono prontamente disponibili e facili da convertire in misure del rischio familiari come le probabilità di insolvenza. Ma la loro valutazione è anche influenzata dai premi per il rischio di liquidità e dai cambiamenti nella propensione al rischio degli investitori (Capitolo II), il che li rende altamente volatili. Inoltre, i dati necessari potrebbero non essere disponibili per tutti i paesi. Restano parametri non di mercato più convenzionali come il rapporto debito/PIL e altri indicatori di sostenibilità delle finanze pubbliche o del rischio paese. Tuttavia, la conversione di tali indicatori in ponderazioni di rischio è inevitabilmente sensibile alle ipotesi sottostanti i modelli.

La seconda questione è quali *strumenti* di regolamentazione usare: ponderazioni di rischio, limiti sulle grandi esposizioni o una combinazione di entrambi? Ponderazioni di rischio più elevate accrescono il requisito patrimoniale su ogni unità di investimento in obbligazioni sovrane, allo scopo di garantire che le banche siano sufficientemente capitalizzate per fronteggiare eventuali perdite. I limiti sulle grandi esposizioni contengono più direttamente le concentrazioni di rischio. È anche possibile usare dei limiti "soft", con pesi per il rischio più elevati in base alla concentrazione delle esposizioni della banca verso soggetti sovrani, una caratteristica che li rende più simili alle ponderazioni di rischio. Ad esempio, può essere imposto un requisito patrimoniale più elevato per le esposizioni al di sopra del limite o al superamento di soglie progressive.

La terza questione riguarda la *coerenza* tra la regolamentazione del rischio di credito e il trattamento degli altri rischi. Ad esempio, i titoli di Stato tendono a essere detenuti nel portafoglio bancario, che non è assoggettato ai requisiti patrimoniali del primo pilastro per il rischio di tasso di interesse. Il trattamento di queste disponibilità è quindi incoerente con l'applicazione di ponderazioni di rischio pari a zero nell'ambito dello schema per il rischio di credito, che di fatto presuppone che il governo possa monetizzare il proprio debito, e questa situazione si tradurrebbe necessariamente in rischi di mercato. In aggiunta, i titoli pubblici sono idonei ai fini dell'LCR. Ciò indica che possono essere venduti in qualsiasi momento; inoltre, anche quando usati come garanzia, possono essere soggetti a scarti. La coerenza vorrebbe quindi che fossero detenuti nel portafoglio di negoziazione. Imponendo alle banche di riallocare conseguentemente le loro disponibilità si risolverebbero entrambe le incoerenze e si contribuirebbe a migliorare l'allineamento degli incentivi all'assunzione di rischio delle banche, anche se al costo di riduzioni di capitale potenzialmente più vaste nei periodi di tensione sui mercati del debito sovrano.

L'ultima questione riguarda la gestione della *transizione* verso un qualsiasi nuovo requisito per la gestione del rischio sovrano. Ponderazioni di rischio diverse da zero imporrebbero alle banche in diverse giurisdizioni di aumentare i propri coefficienti patrimoniali e limiti stringenti sulle esposizioni richiederebbero di ridurre queste ultime, soprattutto nei paesi con alti livelli di debito pubblico. Per prevenire effetti negativi, la transizione verso qualsiasi nuovo trattamento dovrebbe avvenire per gradi. E, a prescindere da quanto stabilito nella regolamentazione, l'esperienza indica che le banche potrebbero cercare di anticipare la riduzione delle esposizioni. Nei casi in cui le possibilità di diversificazione sono limitate, come in diverse EME, misure complementari volte ad ampliare la base di investitori potrebbero essere altresì utili.

Per concludere, l'attuale trattamento prudenziale delle esposizioni verso soggetti sovrani non è più sostenibile. Adottando un trattamento più equilibrato che tenga conto della natura rischiosa del debito pubblico si lancerebbe il segnale chiaro che nessuna attività è davvero esente dal rischio di insolvenza. Inoltre, si ridurrebbero le distorsioni rispettando la proporzionalità ai rischi e indebolendo il circolo vizioso tra Stato e banche. Ciò detto, ogni cambiamento dovrebbe anche prendere in considerazione il ruolo particolare svolto dai titoli di Stato nel sistema finanziario, come fonte di liquidità e stabilizzatori potenziali per la macroeconomia. Inoltre, è necessario affrontare il rischio di possibili effetti collaterali o indesiderati, soprattutto durante la fase di transizione.

Purtuttavia, le banche sarebbero comunque esposte al rischio sovrano indirettamente. E lo Stato è l'ultima rete di sicurezza del sistema bancario. Di conseguenza, la regolamentazione prudenziale è un utile complemento a finanze pubbliche solide, ma non può sostituirle.

Proteggere il settore pubblico dai rischi finanziari

Riconoscere e misurare gli effetti lusinghieri dei boom finanziari

Il primo passo verso la protezione dei conti pubblici dai rischi del settore finanziario è riconoscere che le posizioni di bilancio, misurate secondo i parametri consueti, possono fornire una visione fuorviante della situazione finanziaria effettiva di un paese. Ciò accade in particolare durante un boom finanziario, soprattutto se accompagnato da un aumento dei corsi delle materie prime, in particolare nelle EME (Capitolo III). Il prodotto e la crescita potenziali sono sovrastimati. Gli effetti di composizione, specie quelli associati a incrementi nei prezzi delle attività o dei prodotti di base, alimentano ulteriormente le entrate¹⁵. Inoltre i tassi di cambio nominali possono apprezzarsi, riducendo temporaneamente l'equivalente in moneta nazionale di titoli di debito denominati in valuta estera e i corrispondenti pagamenti di interessi. Un'ulteriore complicazione è che, spinte da pressioni economico-politiche, le autorità possono sentirsi incoraggiate ad allentare ulteriormente la politica di bilancio.

¹⁵ I boom dei prezzi delle attività possono influenzare le imposte sui redditi delle persone fisiche e delle società così come i redditi da locazione attraverso vendite o plusvalenze di capitale maturate. In aggiunta, le imposte sono applicate anche alle transazioni. Poiché gli scambi si intensificano durante un boom, le entrate tendono ad aumentare per un dato livello dei prezzi delle attività.

Le misure standard del saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo non tengono conto di questi effetti. Un possibile rimedio, seppur parziale, consiste nel correggere il saldo fiscale usando misure dell'output gap che incorporino informazioni relative al credito e agli andamenti finanziari. Il riquadro V.A spiega e illustra il metodo. Il confronto con le misure ordinarie è degno di nota. Durante il boom che ha preceduto la Grande Crisi Finanziaria, i saldi di bilancio corretti in base alle misure standard dell'output gap erano più solidi dei corrispondenti saldi non corretti (grafico V.A, barre rosse). Rispetto ad ambedue le misure, i saldi corretti usando l'output gap neutrale ai fattori finanziari (una misura che incorpora informazioni sul ciclo finanziario) erano più deboli (barre blu). Tra il 2003 e il 2008, la correzione per il ciclo dei saldi di bilancio era negativa e ammontava a quasi 0,70 punti percentuali del PIL negli Stati Uniti, a quasi 1 punto percentuale in Spagna e a circa 0,25 punti percentuali in Italia. In alternativa, per i paesi che dipendono fortemente dalle esportazioni di materie prime, la correzione per il ciclo dei saldi fiscali può essere realizzata usando informazioni sui prezzi di tali prodotti (Capitolo III).

Correggere i saldi di bilancio in questo modo è utile, ma non sufficiente. Per ottenere una misura totalmente neutrale del saldo di bilancio durante il ciclo finanziario boom-bust è necessario prendere in conto altri elementi, tra cui gli effetti di composizione dei boom dei prezzi delle attività (per un dato livello di prodotto), gli effetti indotti dai tassi di cambio sulla valutazione del debito e le dinamiche sistematiche dell'andamento dei tassi di interesse. È importante notare che tale misura dovrebbe anche incorporare la realizzazione prevista delle passività eventuali. In pratica, le passività eventuali sono difficili da misurare. Alcune sono esplicite e note ex ante, ma la maggior parte non lo è. Anche quando sono esplicite e la loro intera portata può essere definita, l'informazione è raramente aggregata. Per quanto riguarda quelle implicite, è arduo definire la loro portata ex ante. L'esperienza storica può fornire qualche indicazione circa le possibili perdite. I costi diretti di salvataggio tendono a crescere con le dimensioni del settore finanziario e con la durata e l'entità del boom finanziario. Ciò nondimeno, le stime basate su crisi bancarie precedenti sono soggette a notevole incertezza.

Questa analisi ha anche implicazioni per qualsiasi valutazione attuale del margine di manovra per le politiche di bilancio (riquadro V.B), mostrando che la necessità di riserve aggiuntive per affrontare i rischi per la stabilità finanziaria dovrebbe essere considerata in modo esplicito. Ciò è particolarmente importante nei paesi che hanno vissuto boom finanziari nel periodo recente, ma si applica anche agli altri: da un punto di vista strutturale e di lungo periodo, la riserva supplementare è un ingrediente essenziale del quadro di riferimento per la stabilità macrofinanziaria, a prescindere dalle condizioni cicliche specifiche. Inoltre i tassi di interesse sono precipitati a livelli eccezionalmente e persistentemente bassi (Capitolo II), il che potrebbe condurre i responsabili delle politiche e gli investitori a sovrastimare la sostenibilità delle finanze pubbliche.

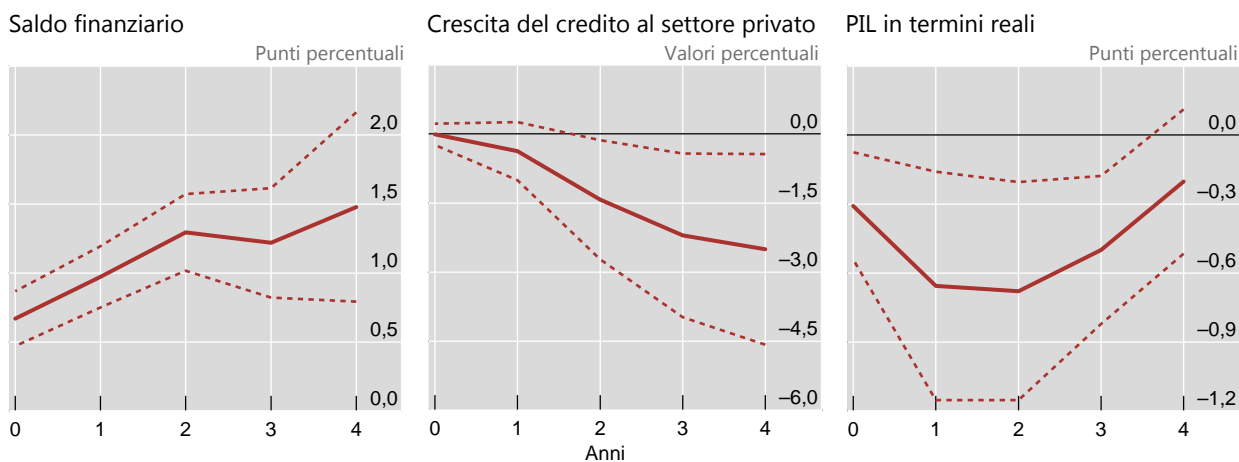
La politica di bilancio può essere usata per contenere i rischi del settore finanziario?

La politica di bilancio potrebbe anche essere usata per limitare *attivamente* i boom finanziari e stabilizzare il prodotto attorno a un livello sostenibile, piuttosto che semplicemente contenere le ricadute di un boom mentre si trasforma in un bust. Ciò può essere fatto in due modi: correggendo l'orientamento ciclico della politica fiscale o modificando la sua componente strutturale.

La politica di bilancio può impedire l'accumulo di rischi nel settore finanziario?

Variazione cumulata in risposta a un aumento di 1 punto percentuale del saldo primario sottostante

Grafico V.4



Le linee punteggiate rappresentano intervalli di confidenza del 90% intorno alle stime puntuali (linea continua).

Fonte: R. Banerjee e F. Zampolli, "What drives the short-run costs of fiscal consolidation? Evidence from OECD economies", *BIS Working Papers*, n. 553, marzo 2016.

Per quanto riguarda il livello ciclico, la politica di bilancio potrebbe fornire un supporto vantaggioso alle politiche monetarie e macroprudenziali nello svolgimento della loro funzione di contrasto ("leaning against the wind"). Ricerche recenti indicano che politiche fiscali più restrittive hanno, in media, contenuto notevolmente la crescita del credito al settore privato con costi in termini di prodotto relativamente ridotti (grafico V.4). E, almeno rispetto alla politica monetaria, esse potrebbero essere più mirate (ad esempio attraverso imposte specifiche per il settore immobiliare) e possono evitare, o se non altro limitare, l'apprezzamento della moneta (e la possibile impennata degli afflussi di capitale) che di norma accompagna un incremento dei tassi di interesse (Capitolo IV).

La tempistica è cruciale. Una politica di bilancio discrezionale di norma implica lunghi tempi necessari per la presa di decisioni e l'attuazione. E le pressioni politiche verso un orientamento meno restrittivo potrebbero altresì essere particolarmente forti. Questi problemi potrebbero essere attenuati creando degli stabilizzatori automatici o delle regole di bilancio che definiscano ex ante come e sotto quali condizioni alcune imposte o sussidi devono essere adeguati.

Eliminare la propensione in favore dell'accumulo di debito

La struttura del prelievo fiscale e delle sovvenzioni può influenzare le decisioni del settore privato riguardo all'indebitamento. Tuttavia, al momento gli incentivi fiscali sono spesso più rivolti a incoraggiare un maggior grado di leva che a sostenere la stabilità finanziaria. Esempi tipici sono la sottovalutazione delle garanzie statali sulle passività dei sistemi tributari che favoriscono il capitale di prestito rispetto al capitale di rischio.

Le garanzie statali per i rischi finanziari ridistribuiscono i rischi di eventi estremi (tail risk) dal settore privato a quello pubblico. Possono contribuire a stabilizzare il settore finanziario in periodi di gravi turbolenze, ma sono anche difficili da valutare.

Di conseguenza le garanzie esplicite sono verosimilmente sottovalutate, mentre quelle implicite sono sostanzialmente gratuite. Questa sottovalutazione incoraggia un accumulo di debito e un'assunzione di rischi finanziari socialmente eccessivi. E le garanzie possono essere pervasive. Negli Stati Uniti, ad esempio, si stima che nel 2014 il governo abbia garantito esplicitamente non meno di un terzo delle passività del settore finanziario e implicitamente un ulteriore 26% (grafico V.5, diagramma di sinistra).

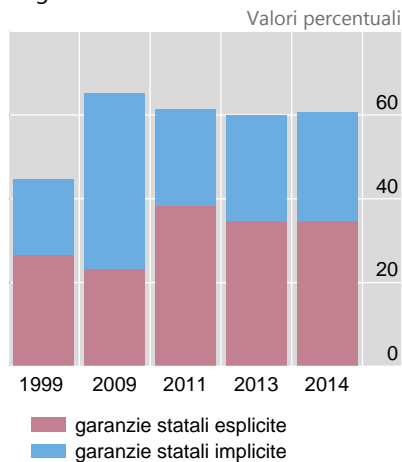
In tutto il mondo, i creditori bancari beneficiano altresì di un sostegno governativo implicito. Il diagramma centrale del grafico V.5 mostra gli innalzamenti di rating ottenuti dalle obbligazioni bancarie grazie a sostegni statali impliciti. In prossimità della Grande Crisi Finanziaria, il sostegno implicito ha fatto salire il rating creditizio delle banche in media di 2-3 gradi (notch) e a fine 2011 ha abbassato gli spread che le banche devono pagare sulle obbligazioni a lungo termine di 1-2 punti percentuali secondo le stime. Il grado implicito del sostegno da allora è calato, ma le obbligazioni bancarie continuano a beneficiare di un aiuto stimato a 30 punti base. Le recenti azioni di policy che accrescono la dotazione patrimoniale delle banche e facilitano la risoluzione ordinata dei grandi istituti puntano a ridurre il bisogno di garanzie statali del settore finanziario nei periodi di tensione e di conseguenza a diminuire queste sovvenzioni implicite.

Nella maggior parte dei paesi, i sistemi tributari favoriscono il capitale di prestito rispetto al capitale di rischio. L'eliminazione di questa preferenza per il debito accrescerebbe la resilienza dei bilanci del settore privato e contribuirebbe a ridurre la probabilità e il costo delle crisi (riquadro V.C).

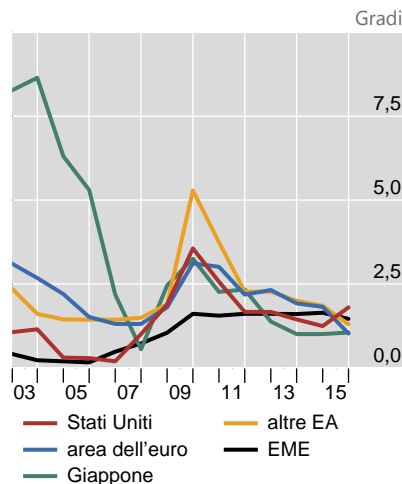
I sussidi governativi incentivano l'indebitamento del settore privato

Grafico V.5

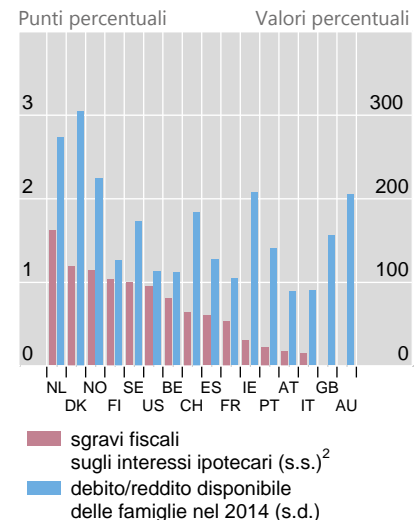
Quota delle passività finanziarie del settore privato statunitense oggetto di garanzia statale



Aumento del rating delle banche derivante dal sostegno dello Stato¹



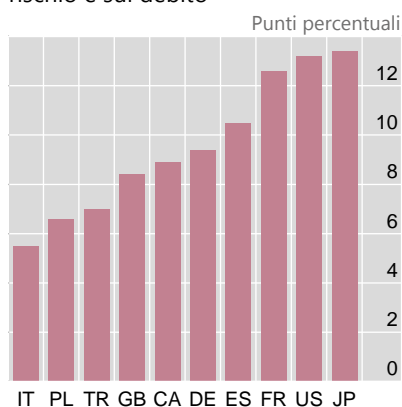
Sgravi fiscali sugli interessi ipotecari e leva finanziaria delle famiglie



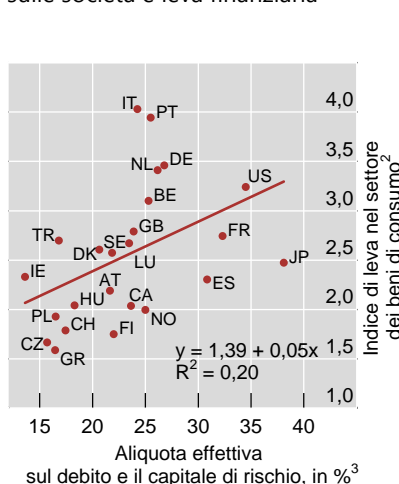
¹ Differenza tra rating della solidità finanziaria (stand-alone) e rating complessivo (all-in). ² Divario tra tasso di interesse di mercato e costi di finanziamento del debito al netto delle imposte. Ciò tiene conto dei casi in cui i pagamenti di interessi sui mutui ipotecari sono deducibili dal reddito imponibile e in cui ci sono dei limiti al periodo consentito per la deduzione o all'importo deducibile, e della disponibilità di crediti d'imposta per i prestiti. Per i paesi che non applicano sgravi fiscali sui costi di finanziamento del debito questo indicatore è pari a zero.

Fonti: Federal Reserve Bank of Richmond; OCSE; Bank of America Merrill Lynch; Fitch Ratings; elaborazioni BRI.

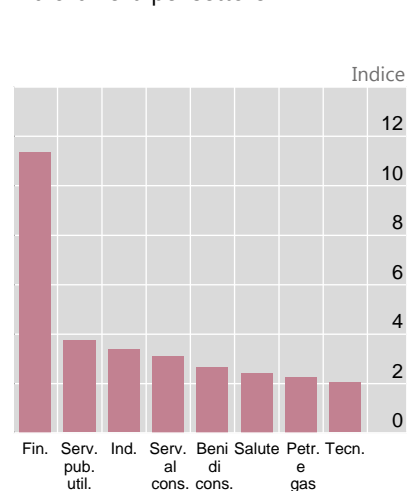
Differenza tra le aliquote marginali d'imposta sul nuovo capitale di rischio e sul debito¹



Aliquota effettiva dell'imposta sulle società e leva finanziaria



Indici di leva per settore⁴



Beni di cons. = beni di consumo; Fin. = finanziario; Ind. = industriale; Serv. al cons. = servizi al consumo; Serv. pub. util. = servizi di pubblica utilità; Tecn. = tecnologico.

¹ Stime 2012. ² L'indice di leva è definito come il rapporto tra attività totali e capitale proprio per il settore dei beni di consumo in base alla definizione di Worldscope; osservazioni a fine 2015. ³ L'aliquota effettiva dell'imposta sulle società è definita come la media dell'aliquota effettiva sul nuovo capitale di rischio e sul debito nel 2012. ⁴ L'indice di leva è definito come il rapporto tra attività totali e capitale proprio per i settori in base alla definizione di Worldscope per l'indice mondiale; osservazioni a fine 2015.

Fonti: ZEW Center for European Economic Research, "Effective tax levels", Project for the EU Commission, 2012; Datastream Worldscope.

Molti paesi concedono sgravi fiscali sul pagamento degli interessi ipotecari, spesso per incoraggiare la proprietà della casa di abitazione. Tuttavia queste politiche inducono altresì le famiglie a indebitarsi e ne accrescono quindi la vulnerabilità. L'OCSE stima che la riduzione del cuneo fiscale sul pagamento degli interessi ipotecari è particolarmente significativa in Danimarca, Norvegia e Paesi Bassi, tre paesi in cui il debito delle famiglie è più del 200% del reddito disponibile (grafico V.5, diagramma di destra). Eliminare questi sgravi può permettere di ridurre il grado di leva. Ciò detto, la leva finanziaria è relativamente alta anche nei paesi che non li prevedono (ad esempio l'Australia e il Regno Unito), a segnalare che sono altresì importanti anche fattori come la bassa elasticità dell'offerta di abitazioni, i tassi di interesse e le condizioni del credito¹⁶.

Nel settore societario, il trattamento fiscale asimmetrico delle diverse fonti di finanziamento non si basa su alcun solido fondamento economico. Tuttavia il regime tributario applicabile al reddito delle società generalmente permette la deduzione degli interessi passivi nella determinazione degli utili imponibili, laddove il rendimento del capitale (ROE), che sia attraverso dividendi o plusvalenze, non è di

¹⁶ Cfr. P. Hendershott, G. Pryce e M. White, "Household leverage and the deductibility of home mortgage interest: evidence from UK house purchases", *Journal of Housing Research*, vol. 14, 2003. Si stima che l'eliminazione degli sgravi fiscali sui mutui nel Regno Unito abbia ridotto i rapporti tra valore dei prestiti e valore delle garanzie (loan-to-value) degli acquirenti senza restrizione al credito del 30%, ma abbia avuto un effetto minore sui mutuatari con un accesso al credito più limitato.

norma deducibile¹⁷. Nella maggior parte delle principali economie, i risparmi fiscali associati al capitale di prestito rispetto ai collocamenti azionari appaiono considerevoli. Ad esempio, le stime indicano che in paesi quali gli Stati Uniti, il Giappone e la Francia l'aliquota marginale d'imposta sul debito è inferiore di oltre 12 punti percentuali rispetto a quella sul capitale di rischio (grafico V.6, diagramma di sinistra).

Evidenze empiriche mostrano che questi vantaggi fiscali possono avere effetti significativi sul livello di indebitamento delle imprese (riquadro V.C). Queste ultime tendono ad avere una leva finanziaria più elevata nei paesi con aliquote effettive di imposta sui redditi societari più alte (grafico V.6, diagramma centrale). Come per i mutui ipotecari, la dispersione significativa del grado di leva delle imprese sia all'interno dei singoli settori sia tra di essi è un chiaro segnale dell'esistenza di altri fattori rilevanti quali la costituibilità degli attivi in garanzia, la volatilità delle entrate e aspetti più ampi legati agli assetti legislativi e di governance. Tuttavia, modifiche della normativa fiscale potrebbero fare la differenza, soprattutto nel settore finanziario, dove gli indici di leva sono particolarmente alti (grafico V.6, diagramma di destra).

¹⁷ Anche le imposte sui redditi personali da plusvalenze di capitale e dividendi amplificano la propensione per l'indebitamento. Tuttavia, le imposte sui redditi personali da interessi possono ridurla.

I saldi di bilancio e il ciclo finanziario

Un indicatore chiave dell'orientamento della politica di bilancio è il saldo di bilancio, ossia la differenza tra le entrate e le uscite correnti delle amministrazioni pubbliche. Tuttavia, poiché una fase ascendente del ciclo economico per natura accresce le entrate e riduce le uscite, i saldi di bilancio devono essere corretti allo scopo di misurare la solidità di fondo dei conti pubblici. Queste correzioni sono di norma basate su misure standard della differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale ("output gap"), che tuttavia, poiché non tengono conto delle condizioni finanziarie, possono fornire una stima errata del prodotto potenziale. Le ricerche della BRI^① hanno sviluppato una misura alternativa del prodotto potenziale ottenuta arricchendo un metodo standard (il filtro di Hodrick-Prescott) con informazioni desumibili dal credito e dai prezzi degli immobili (una misura neutrale ai fattori finanziari). Essa può permettere di riconoscere in tempo reale il surriscaldamento dissimulato dell'economia risultante da boom finanziari insostenibili, oltre che gli effetti lusinghieri sui saldi di bilancio. Questo riquadro spiega come ottenere una misura dei saldi di bilancio neutrale ai fattori finanziari ("finance-neutral") con una semplice modifica della procedura di correzione per il ciclo usata dall'OCSE.

Secondo la metodologia dell'OCSE^②, i saldi corretti per il ciclo sono costruiti correggendo le entrate e le uscite delle amministrazioni pubbliche per la posizione del prodotto rapportata al prodotto potenziale. Formalmente, il saldo di bilancio corretto per il ciclo B^* è definito come:

$$B^* = \left[\sum_{i=1}^4 T_i (Y^*/Y)^{\eta_{Ti}} - G (Y^*/Y)^{\eta_G} + X \right] / Y^*$$

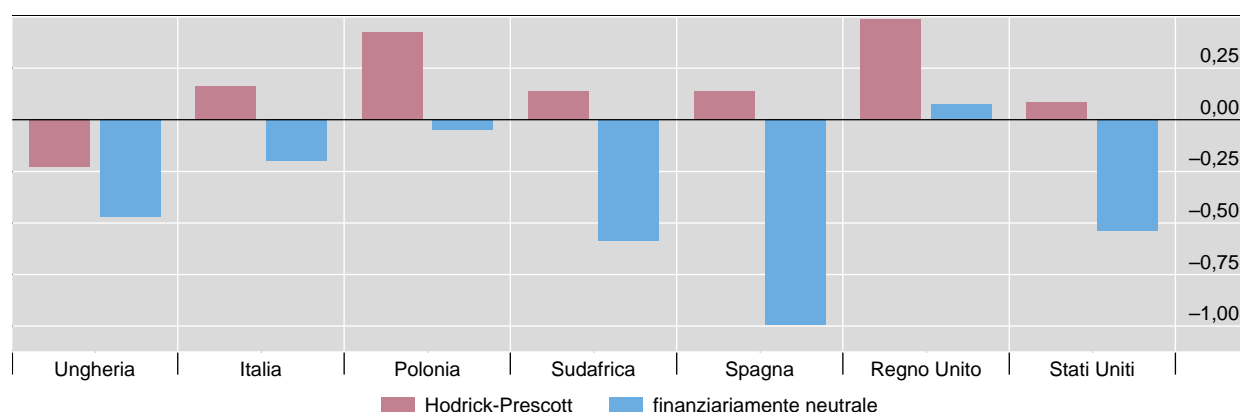
dove Y e Y^* indicano, rispettivamente, il prodotto effettivo e quello potenziale; T_i sono le entrate provenienti da diversi tipi di imposte (imposte sul reddito di persone fisiche e società, contributi sociali e imposte indirette); G è la spesa pubblica primaria; e X sono le entrate non tributarie. Il gettito fiscale e la spesa pubblica sono corretti basandosi sulle loro elasticità rispetto all'output gap, indicate, rispettivamente, da η_{Ti} e η_G ^③.

Naturalmente, le stime dell'output gap svolgono un ruolo fondamentale nella formula. Ciò è illustrato nel grafico V.A, che confronta le correzioni per il ciclo basate sull'output gap neutrale ai fattori finanziari con quelle basate sul filtro di Hodrick-Prescott (HP) nel periodo appena precedente la Grande Recessione. I risultati sono degni di nota: le correzioni per il ciclo effettuate con il filtro HP migliorano notevolmente l'apparente solidità dei conti pubblici per tutti i paesi, mentre quelle basate sulla misura finance-neutral la peggiorano in tutti i casi. La media della correzione

Correzioni per il ciclo dei saldi di bilancio

In percentuale del PIL; media 2003-08

Grafico V.A



Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE; elaborazioni BRI.

pre-crisi con il metodo finance-neutral rappresenta quasi l'1% del PIL in Spagna e oltre ½% negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre è all'incirca ¼% per l'Italia. Gli effetti del ciclo finanziario sulle stime della solidità delle finanze pubbliche sono altresì evidenti per le EME, seppur un po' meno significativi. La correzione media pre-crisi è di circa ½% per il Sudafrica e l'Ungheria; per la Polonia è invece prossima allo zero, rispetto a una correzione positiva di quasi ½% indicata dal filtro HP.

Il metodo sopra illustrato per correggere il prodotto potenziale tenendo conto degli effetti del ciclo finanziario ha il vantaggio della semplicità, della parsimonia e della trasparenza. Tuttavia presenta anche degli svantaggi. Uno è il fatto di riconoscere solo lentamente la perdita permanente di prodotto che appare come una caratteristica stilizzata delle crisi finanziarie. Inoltre, non corregge interamente per gli effetti del ciclo finanziario, che comprendono: l'uso probabile delle finanze pubbliche per sostenere il risanamento dei bilanci durante i bust; gli effetti di composizione sulle imposte e la spesa (per un dato livello di prodotto); gli effetti indotti dai tassi di cambio sulla valutazione del debito e dei costi del servizio del debito; le dinamiche sistematiche dell'andamento dei tassi di interesse. Inoltre, come tutti i metodi statistici, è soggetto a una serie di limitazioni^④.

① C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013. ② C. André e N. Girouard, "Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries", *OECD Working Papers*, n. 434, luglio 2005. ③ Per maggiori dettagli, cfr. C. Borio, M. Lombardi e F. Zampolli, "Fiscal sustainability and the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 552, marzo 2016. ④ Queste questioni sono trattate in dettaglio da C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius in "A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output", *BIS Working Papers*, n. 442, febbraio 2014.

Margine di manovra per la politica di bilancio?

Nelle economie avanzate il debito pubblico ha raggiunto livelli record: il suo valore mediano è cresciuto di oltre 30 punti percentuali del PIL dal 2007 ed è arrivato oggi a quasi il 100% (tabella A3 dell'Allegato statistico). Inoltre, i disavanzi complessivi sono ancora ampi in diversi paesi e questo induce a ritenere che il debito sarà maggiore nei prossimi anni. Nelle EME l'incremento del debito è stato meno marcato, dal 34 al 44%, ma i disavanzi di bilancio e le condizioni di finanziamento sono peggiorati dal 2015 rispecchiando in particolare il netto calo dei prezzi delle materie prime, deprezzamenti valutari e condizioni finanziarie internazionali più tese (Capitolo III).

Nonostante i livelli alti e crescenti di debito pubblico, nelle economie avanzate abbondano le richieste di stimoli di bilancio e, in particolare, di maggiori investimenti pubblici. Stando ad alcune stime recenti, diversi paesi sembrano avere ancora un ampio margine di bilancio – inteso come la possibilità di emettere debito senza provocare reazioni avverse da parte degli investitori – e dovrebbero quindi approfittare dei costi di indebitamento eccezionalmente bassi. Ma quanto sono affidabili queste stime? Il margine di bilancio è un concetto astratto che dipende dalla percezione degli operatori di mercato riguardo alla sostenibilità delle finanze pubbliche e alla liquidità. Pertanto, qualunque misura sarebbe inevitabilmente caratterizzata da un alto grado di incertezza.

La percezione dei mercati riguardo alla solvibilità dipenderà fondamentalmente da almeno tre fattori. Il primo è la capacità del governo di inasprire le imposte, che dipende a sua volta dalla struttura dell'economia e dalla crescita potenziale. Le imposte provocano distorsioni, creando gli effetti descritti dalla curva di Laffer: al di là di un

L'incertezza riguardante il margine di bilancio è alta

Limiti per il debito pubblico in percentuale del PIL¹

Tabella V.B

	Stati Uniti	Giappone	Germania	Regno Unito	Italia
<i>r</i> storica (Ghosh et al. (2013)) ²	183	N.S. ⁶	154	182	N.S. ⁶
<i>r</i> prevista (Ghosh et al. (2013)) ²	161	N.S. ⁶	176	167	N.S. ⁶
Incertezza sulla forma della funzione di reazione, ottimistica ³	260	258	257	258	251
Incertezza sulla forma della funzione di reazione, pessimistica ⁴	128	N.S. ⁶	123	122	N.S. ⁶
<i>Per memoria: livello del debito lordo nominale delle amministrazioni pubbliche nel 2015</i> ⁵	97	212	71	89	133

¹ Limite per il debito pubblico calcolato come in Ghosh et al. (2013), in base a dati aggiornati al 2007. Moody's raccomanda che i paesi mantengano una distanza dai limiti per il debito stimati di almeno 125 punti percentuali del PIL (Zandi et al. (2011)). Ciò è inteso a garantire che non ci siano reazioni di mercato avverse e a conservare un margine di manovra in caso di eventi inattesi. ² Limite per il debito derivato dalla stima della funzione di reazione della politica di bilancio su un gruppo di economie avanzate ipotizzando che la funzione di reazione segua una forma cubica. Il tasso di interesse corretto per la crescita è pari alla media (storica) 1998-2007 o alle previsioni del 2010 dell'FMI per i rendimenti obbligazionari a lungo termine e la crescita del PIL. ³ Limite per il debito calcolato aggiungendo una deviazione standard alle stime dei coefficienti della funzione di reazione. ⁴ Limite per il debito calcolato sottraendo 0,15 volte la deviazione standard dalle stime dei coefficienti. ⁵ Valore nominale del credito totale al settore delle amministrazioni pubbliche (costituito da titoli di debito, prestiti e valute e depositi). Per coerenza tra paesi, questa misura differisce dalla definizione del *World Economic Outlook* dell'FMI, che include altre partite in corso di pagamento, oro monetario e DSP, e passività pensionistiche e assicurative in alcuni paesi. ⁶ Il debito non è sostenibile.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; OCSE; elaborazioni BRI.

certo punto, un loro ulteriore incremento può condurre a perdite di prodotto abbastanza vaste da spingere verso il basso le entrate complessive. Inoltre, i livelli di imposizione fiscale tollerabili da un punto di vista politico possono essere persino inferiori a quelli indicati dalla curva di Laffer. Anche l'invecchiamento della popolazione peserà presumibilmente sulla crescita futura (Capitolo III). Il secondo fattore è costituito dai limiti ai tagli della spesa. Le economie necessitano di un livello minimo di spesa pubblica per funzionare, e la maggior parte delle società ha stipulato convenzioni sociali che fissano una soglia minima per la spesa ben al di sopra di tale livello. L'aumento della domanda legato all'invecchiamento della popolazione può, in particolare, porre sfide rilevanti. Il terzo fattore è il tasso di interesse (corretto per la crescita) sul debito atteso per il futuro. I premi per il rischio sul debito pubblico sono attualmente molto negativi in numerose economie avanzate, ma fluttuano ampiamente e potrebbero a un certo punto tornare su livelli più normali (Capitolo II). La loro evoluzione dipende, a sua volta, dalle percezioni del mercato riguardo ai fattori precedenti e dalle condizioni dei mercati finanziari mondiali. Un ultimo fattore è costituito dalle dimensioni delle passività eventuali future dovute a una possibile crisi finanziaria o persino a una catastrofe naturale^①.

Ciò detto, la sostenibilità delle finanze pubbliche dipende non solo dalle grandezze fondamentali dell'economia di un paese, ma anche dalle convinzioni e dai comportamenti degli investitori. Ciò aumenta la possibilità che le crisi debitorie diventino, almeno in parte, autorealizzantesi: gli operatori possono voler liquidare i loro titoli di debito nella convinzione che altri faranno altrettanto. Questo tipo di crisi ha molte più probabilità di scoppiare quando i livelli di debito sono elevati, soprattutto in valuta estera, e la credibilità delle politiche è bassa^②.

I limiti per il debito di un paese dipendono quindi non solo da fattori strutturali, ma anche dall'interazione tra le decisioni del governo, le aspettative dei mercati e una casualità intrinseca. I recenti modelli di equilibrio generale che tentano di cogliere questa complessità sono promettenti, ma il loro uso è limitato dalla complessità di calcolo. Nella pratica vengono spesso usati metodi più semplici. Quello più immediato consiste nel calcolare il livello di debito allo stato stazionario in base ai valori medi di lungo periodo ipotetici dell'avanzo primario e dei tassi di interesse corretti per la crescita (il divario tra i costi di indebitamento medi e la crescita). Tuttavia queste misure non valutano se, in reazione agli shock di bilancio avversi, un paese riuscirà a ricondurre il debito su una traiettoria sostenibile. La questione è stata in parte affrontata stimando le funzioni di reazione della politica di bilancio: in questo caso, il debito rimane stabile se il saldo primario risponde agli aumenti del debito con un incremento superiore al tasso di interesse. Naturalmente ci sono dei limiti alla crescita dell'avanzo primario, in ragione dei fattori summenzionati. Tradizionalmente, i paesi stentano a mantenere avanzi primari di oltre il 5% del PIL a lungo^③.

Metodologie recenti hanno cercato di prendere in considerazione la capacità decrescente di generare avanzi di bilancio, la cosiddetta "fiscal fatigue". Un metodo diffuso consiste nell'usare una funzione di reazione non lineare – ad esempio una a forma cubica – il che equivale a ipotizzare che per livelli sufficientemente alti di debito la risposta delle autorità di bilancio diminuisce all'aumentare del debito (cfr. ad esempio Ghosh et al. (2013))^④. Questo approccio rileva limiti per il debito di oltre il 150% del PIL (tabella V.B, prima riga) negli Stati Uniti, in Germania e nel Regno Unito. Dati i livelli attuali del debito (quinta riga), ciò indica che esiste un margine di manovra relativamente ampio per le politiche di bilancio in questi paesi. La reazione stimata è invece insufficiente a stabilizzare il debito in Giappone e in Italia, a segnalare la mancanza di margine di manovra fiscale in questi paesi.

Ciò detto, queste stime dei limiti per il debito sono soggette a notevole incertezza e dovrebbero quindi essere considerate con molta cautela. Ad esempio, la crescita del PIL e i tassi di interesse futuri sono incerti. Le stime di base sono fondate su medie storiche del tasso di interesse corretto per la crescita. Tuttavia l'uso dei valori previsti per il tasso di interesse corretto per la crescita (tabella V.B, seconda riga) conduce a differenze nei limiti di debito stimati di circa 20 punti percentuali. Un'altra fonte di incertezza è la forma della relazione non lineare tra il saldo primario e il rapporto debito/PIL. Poiché la funzione di reazione è stimata su dati storici, i parametri che determinano la forma di questa relazione sono soggetti all'incertezza legata al campionamento. Per illustrare come questa si traduca in incertezza circa il limite effettivo per il debito, vengono costruiti due scenari alternativi. Il primo è favorevole e si riferisce a una funzione di reazione della politica di bilancio "più reattiva". Si ottiene aumentando le stime puntuali dei coefficienti di una deviazione standard. Lo scenario alternativo invece ipotizza una risposta "meno reattiva", ottenuta riducendo i coefficienti simmetricamente di una deviazione standard^⑤. Lo scenario favorevole (terza riga)

implica dei limiti per il debito molto più elevati per tutti i paesi, intorno al 260% del PIL. Nello scenario pessimistico, invece, la reazione della politica di bilancio non basta a stabilizzare il debito di alcun paese, a indicare un margine di manovra nullo (non mostrato nella tabella). Una funzione lievemente più reattiva, ottenuta tagliando i coefficienti di appena 0,15 volte la deviazione standard, riesce in tre paesi a portare il debito su livelli sostenibili ma significativamente più bassi; quelli di Giappone e Italia, tuttavia, rimangono su traiettorie insostenibili (quarta riga). Una riduzione dei coefficienti di oltre 0,15 volte la deviazione standard renderebbe il debito insostenibile in un numero maggiore di paesi. È degno di nota come i livelli di debito correnti possano essere sostenibili o insostenibili in funzione di parametri che si discostano solo di una deviazione standard dalle loro stime puntuali.

Le stime dei limiti per il debito dovrebbero essere trattate con grande cautela anche per altre ragioni. Innanzitutto sono per lo più basate su estrapolazioni, poiché pochi paesi hanno già registrato livelli di debito minimamente vicini a tali limiti. Si sa poco sul modo in cui i governi o i mercati finanziari reagirebbero se il debito raggiungesse tali livelli o se i governi comunicassero l'intenzione di risanare le finanze pubbliche solo opportunisticamente, cioè solo in caso di rafforzamento considerevole della crescita. È importante notare come non sia prudente dare per scontato che i livelli di debito possano raggiungere i limiti stimati senza innescare un netto aumento dei tassi di interesse (che, a sua volta, inficerebbe le stime). In secondo luogo, le stime ignorano ampiamente il rischio che le condizioni economiche possano deteriorarsi e le aspettative di sostenibilità del debito modificarsi improvvisamente. In particolare, il limite per il debito di un paese dovrebbe naturalmente dipendere dalla capacità del governo di sostenere il debito non solo in condizioni economiche e finanziarie *medie*, ma anche nei periodi di tensione, ad esempio quando le entrate tributarie sono basse e/o i tassi di interesse alti. In terzo luogo, non sarebbe cauto escludere la possibilità di crisi finanziarie future. Quando si tiene conto delle passività eventuali, il margine di bilancio si riduce. Infine, e soprattutto, le stime non considerano esplicitamente la domanda aggiuntiva di mezzi finanziari derivante dagli aumenti attesi della spesa legata all'invecchiamento della popolazione, che incombono su molti paesi. I metodi esistenti non colgono ancora questi aspetti in maniera soddisfacente.

Nel complesso, le precedenti analisi e considerazioni indicano che il limite per il debito rappresenta un confine pericoloso da testare. Autorità prudenti dovrebbero cercare di mantenere il debito su livelli molto distanti dal limite: il margine di manovra stimato non può essere interamente sfruttato. Per questo motivo Moody's raccomanda ad esempio che i paesi mantengano un margine (buffer) di 125 punti percentuali del PIL al di sotto del limite stimato. Anche se non è chiaro come sia stata fissata e perché debba essere identica nei diversi paesi, questa soglia sembra collegata ai rating creditizi: Moody's indica che tutti gli Stati con rating Aaa hanno almeno 125 punti percentuali di margine di bilancio, mentre quelli con rating Baa o inferiore hanno un margine minore o nullo^⑥. Vero è che resta da capire quale sia il modo migliore per determinare la dimensione ottimale del buffer, in funzione delle caratteristiche di un paese. Ma, come minimo, il buffer indica che il limite "sicuro" può essere di gran lunga inferiore a quello "stimato". In altri termini le autorità dovrebbero tenere presente che l'esistenza di un margine di bilancio – determinato con i metodi attuali – non significa che è possibile o consigliabile usarlo tutto.

① Cfr. M. Obstfeld, "On keeping your powder dry: fiscal foundations of financial and price stability", *Monetary and Economic Studies*, vol. 31, novembre 2013. ② Cfr. P. D'Erasmus, E. Mendoza e J. Zhang, "What is sustainable public debt?", *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, di prossima pubblicazione. ③ Cfr. B. Eichengreen e U. Panizza, "A surplus of ambition: can Europe rely on large primary surpluses to solve its debt problem?", *Economic Policy*, vol. 31, 2016. ④ A. Ghosh, J. Kim, E. Mendoza, J. Ostry e M. Qureshi, "Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies", *Economic Journal*, vol. 123, febbraio 2013; cfr. anche J. Fournier e F. Fall, "Limits to government debt sustainability", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1229, 2015. ⑤ Le stime sono basate su dati aggiornati al 2007, come in Ghosh et al. (2013), ma ci sono fondati motivi per ritenere che la funzione di reazione della politica di bilancio si sia appiattita da allora: ciò vuol dire che diversi paesi hanno accumulato un ingente debito pubblico e che il processo di risanamento è stato lento. ⑥ M. Zandi, X. Cheng e T. Packard, "Fiscal space", *Special Report*, Moody's Analytics, dicembre 2011.

La preferenza per il debito nella normativa fiscale, il grado di leva finanziaria delle imprese e il costo delle crisi finanziarie

Il trattamento fiscale preferenziale del capitale di prestito rispetto al capitale di rischio influenza le scelte di finanziamento delle imprese, accrescendo potenzialmente la probabilità e il costo delle crisi finanziarie. Le imprese sono incentivate ad aumentare il grado di leva finanziaria per ridurre la pressione tributaria, rischiando di accrescere la loro vulnerabilità e quella di tutto il settore societario. Questo riquadro illustra brevemente i riscontri empirici riguardanti l'impatto della normativa fiscale sulle decisioni delle imprese in materia di finanziamento.

I primi studi empirici basati sul ricorso a detrazioni fiscali non legate all'indebitamento (non-debt tax shields) (ad esempio ammortamenti e crediti d'imposta sugli investimenti) non sono stati in grado di evidenziare uno stretto legame tra imposte e grado di leva^①. Tuttavia, grazie a una misurazione più accurata delle aliquote marginali d'imposta, lavori successivi negli anni novanta e duemila sono riusciti a determinare una relazione statisticamente significativa, seppur debole: meta-analisi basate su numerosi studi rilevano che una riduzione di 1 punto percentuale delle imposte sul reddito d'impresa diminuisce l'indice di indebitamento (debt-to-asset ratio) delle società non finanziarie di appena 0,27 punti percentuali^②. Per il settore bancario, la letteratura ha evidenziato un effetto grosso modo analogo, anche se apparentemente più debole nel caso delle banche più grandi^③. Tuttavia, questi studi sono trasversali e di conseguenza potrebbero non cogliere appieno gli effetti causali dei cambiamenti del sistema impositivo.

L'ultima serie di ricerche ha affrontato questa questione sfruttando le modifiche apportate al sistema fiscale all'interno dei paesi. Ad esempio, dal 2006, i cambiamenti nella legislazione fiscale hanno permesso alle imprese in Belgio di dedurre l'ammontare nozionale degli interessi passivi dal rendimento del loro capitale. Per le società non finanziarie e le banche, l'impatto di queste modifiche sull'indebitamento è analogo a quello rilevato nella letteratura precedente^④. Ciò detto, i lavori empirici più recenti hanno anche riscontrato altri vantaggi per il settore bancario dal punto di vista della stabilità finanziaria derivanti dalla riduzione della preferenza per il debito nel sistema fiscale. Ad esempio, in seguito a una riduzione della discriminazione fiscale del capitale di rischio, le banche hanno iniziato a gestire la propria strategia rischio/rendimento in maniera più prudente: quelle a bassa capitalizzazione hanno erogato nuovi prestiti a società con probabilità di insolvenza più basse.

I vantaggi generali derivanti dall'eliminazione della preferenza per il debito appaiono sostanziali. Diversi studi hanno calcolato in primo luogo di quanto si ridurrebbe la leva finanziaria delle banche, in secondo luogo di quanto diminuirebbe come conseguenza la probabilità di una crisi e infine i corrispondenti incrementi del PIL. Ad esempio, De Mooij et al. (2014) stimano aumenti del PIL compresi tra lo 0,5 e l'11,9% a seconda del livello iniziale di indebitamento delle banche. Langedijk et al. (2015) rilevano che i costi diretti di salvataggio di una crisi finanziaria sistemica per le finanze pubbliche potrebbero ridursi di un valore compreso tra il 17 e il 77% nelle economie europee^⑤. Nel complesso, ciò indica che l'eliminazione, o quanto meno la riduzione, della preferenza per il debito nella normativa fiscale potrebbe costituire un ingrediente essenziale di un quadro di riferimento per la stabilità macrofinanziaria.

① S. Myers, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, 1984. ② L. Feld, J. Heckemeyer e M. Overesch, "Capital structure choice and company taxation: a meta-study", *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, 2013. ③ M. Keen e R. de Mooij, "Debt, taxes, and banks", *IMF Working Papers*, n. 12/48, 2012. ④ F. Panier, F. Pérez-González e P. Villanueva, "Capital structure and taxes: what happens when you (also) subsidize equity?", Stanford University Working Paper, 2013; G. Schepens, "Taxes and bank capital structure", *Journal of Financial Economics*, di prossima pubblicazione; e L. Gambacorta, G. Ricotti, S. Sundaresan e Z. Wang, "The effects of tax on bank liability structure", mimeo, 2016. ⑤ R. de Mooij, M. Keen e M. Orihara, "Taxation, bank leverage, and financial crises", in R. de Mooij e G. Nicodème (a cura di), *Taxation and regulation of the financial sector*, MIT Press, 2014; e S. Langedijk, G. Nicodème, A. Pagano e A. Rossi, "Debt bias in corporate income taxation and the costs of banking crises", *CEPR Discussion Papers*, n. 10616, 2015.