

Convegno estivo ADEIMF

Associazione Docenti Economia Intermediari Mercati Finanziari

**La crisi globale ed europea,
le politiche per la stabilità finanziaria**

Salvatore Rossi

Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Capri, 15-16 giugno 2012

Viviamo una crisi apparentemente senza fine. Come un incendio che sembra domato e invece divampa con forza immutata da un'altra parte, a volte prevedibile, a volte imprevista.

In questo mio intervento ricorderò l'evoluzione della crisi, dalla esplosione originaria avvenuta negli Stati Uniti d'America fino al più recente focolaio europeo: dapprima localizzato in alcuni paesi alla periferia dell'area dell'euro, poi divenuto sistemico. Mi concentrerò quindi sul concetto di stabilità finanziaria, sulle politiche macroprudenziali, sui nessi che intercorrono fra queste e altre politiche: quelle monetarie, da un lato, quelle microprudenziali, dall'altro.

Crisi americana, globale, europea

La storia inizia nell'estate del 2007, sulle prime quasi inavvertita. Fino ad allora, gli Stati Uniti hanno goduto di politiche monetarie molto accomodanti, abbondante liquidità, bassi tassi d'interesse reali, condizioni macroeconomiche lungamente favorevoli. Investitori e intermediari paiono scivolati in una specie di anestesia nei confronti del rischio, assumendone quantità crescenti.

Le istituzioni finanziarie, in particolare le grandi banche d'investimento, hanno creato un "sistema bancario ombra", sfuggente a requisiti contabili e prudenziali, con un capitale trascurabile e un disallineamento estremo di scadenze tra attivo e passivo. Si è gonfiata una bolla immobiliare, i mutui per l'acquisto di abitazioni concessi a clientela rischiosa sono cartolarizzati in frammenti reinseriti in complessi prodotti strutturati, poi acquistati, con la benedizione delle agenzie di

rating, dagli investitori di tutto il mondo. I rischi che si vanno cumulando sono a lungo sottovalutati da tutti gli attori del mercato, dai regolatori, dai supervisori.

Quando, in un contesto di tassi di interesse in rialzo, la caduta dei prezzi delle abitazioni comincia a determinare crescenti insolvenze sui mutui immobiliari, il castello di carte crolla. Il mutamento nella percezione del rischio è improvviso e si estende repentinamente ad altri segmenti di mercato. L'aumento dell'incertezza sulla solvibilità delle controparti fa evaporare gli scambi nel mercato interbancario e innalza i rendimenti sulle transazioni non accompagnate da garanzie.

Il dissesto del gruppo Lehman giunge al culmine di questa crisi finora essenzialmente americana e ne apre una nuova, globale a causa delle interconnessioni di quel gruppo con i sistemi finanziari di molti paesi, fino a quel momento ignote o ignorate. Divampa una crisi generalizzata di fiducia che trascina il mondo avanzato in una grave recessione. Conseguenze depressive ancora più forti e durature vengono evitate grazie agli eccezionali interventi delle autorità monetarie, che forniscono liquidità al sistema finanziario e aumentano il loro ruolo di intermediazione nei mercati più severamente colpiti dalla crisi; grazie anche al sostegno delle banche e delle economie da parte di molti governi, pur al prezzo di forti aumenti dei disavanzi e dei debiti pubblici. Si intensifica il legame tra settore pubblico e intermediari, per la maggiore dipendenza di questi ultimi dal supporto, esplicito o implicito, dei rispettivi sovrani.

Nel 2010, mentre il mondo cerca di scuotersi di dosso le conseguenze reali e finanziarie della crisi globale, si accende un nuovo focolaio nell'area dell'euro. La Grecia, con i suoi conti pubblici dissestati e a lungo occultati, fa da innesco di un nuovo inasprirsi della percezione del rischio degli investitori internazionali, ora rivolta ai debiti sovrani. Impossibilitata a collocare i propri titoli sul mercato, nel maggio del 2010 la Grecia fa ricorso all'aiuto dell'Unione europea e del Fondo monetario internazionale. Nei mesi successivi, anche l'Irlanda (novembre 2010) e il Portogallo (aprile 2011) richiedono il medesimo tipo di aiuto. I tre paesi fronteggiano

problemi di natura diversa: di competitività il Portogallo, di finanza pubblica e anche di competitività e di squilibrio esterno la Grecia, di crisi del sistema bancario l'Irlanda.

Per evitare che le tensioni nei mercati del debito sovrano, a causa delle loro ripercussioni sul mercato monetario e sul credito bancario, possano mettere a repentaglio la trasmissione omogenea della politica monetaria il Consiglio direttivo della BCE, oltre a decidere di continuare a utilizzare, per il rifinanziamento delle banche, aste a tasso fisso e con pieno soddisfacimento della domanda, avvia un programma di acquisti di titoli pubblici (Securities Markets Programme, SMP).

La risposta alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro anche da parte dei governi è nel complesso forte; si concentra su almeno tre fronti: (i) consolidamento dei conti pubblici; (ii) rafforzamento della governance europea (introduzione del semestre europeo, Patto "euro plus", maggiori poteri a Eurostat); (iii) meccanismi di contrasto e prevenzione delle crisi sistemiche dei paesi membri e dei settori bancari (European Financial Stability Facility – EFSF – e European Stability Mechanism – ESM).

La crisi nell'area dell'euro diviene sistemica

Nonostante la loro ampia portata, l'insieme degli interventi pubblici non è valutato dagli operatori finanziari come risolutivo. Sono il senso stesso e la coerenza interna della costruzione europea a essere messi in discussione. La natura di questa seconda fase della crisi è quindi diversa da prima: nella fase americana, poi globale, alla radice del problema vi erano *eccessi*: di creazione monetaria, di innovazione finanziaria incontrollata, di fiducia cieca (e analiticamente malposta) nelle capacità autoregolatrici del mercato. Alla radice dei problemi che affrontiamo oggi vi sono *difetti*: mancano parti importanti dell'edificio europeo, sul piano dei bilanci pubblici e della regolazione e supervisione finanziaria, che sorreggano il pilastro della moneta unica.

Dalla scorsa estate segnali di rallentamento della crescita globale, timori di ripercussioni sui conti pubblici e sulla solidità del settore bancario, incertezze riguardo al coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi del debito in Grecia favoriscono il riacutizzarsi delle tensioni; queste investono anche l'Italia e la Spagna.

Il peggioramento delle valutazioni sul merito di credito degli emittenti sovrani si estende alle banche dei rispettivi paesi, nei cui attivi è rilevante la presenza di titoli pubblici nazionali; la raccolta sui mercati internazionali diviene più costosa, rapidamente s'inaridisce. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno si accentua la disomogeneità delle condizioni monetarie nell'area: l'intensificarsi dei deflussi di capitali dai paesi più colpiti dalla crisi e una più netta segmentazione della raccolta bancaria lungo i confini nazionali aumentano i rischi di una crisi di finanziamento delle banche, di portata sistemica, che potrebbe determinare una forte restrizione del credito alle economie, con gravi conseguenze sul quadro macroeconomico.

La risposta della politica monetaria è anche in questo caso pronta. Tra agosto e ottobre il Consiglio direttivo della BCE annuncia che continuerà a fornire abbondante liquidità al sistema bancario ed estende la durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine fino a un anno; riavvia acquisti di titoli di Stato nell'ambito del Securities Markets Programme. Tra novembre e dicembre vengono ridotti i tassi di interesse ufficiali di 50 punti base complessivamente, quello fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali viene portato all'1,0 per cento; vengono annunciate due nuove operazioni di rifinanziamento di durata triennale, con piena aggiudicazione degli importi richiesti; viene ampliata la gamma di attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento; viene dimezzato il coefficiente di riserva obbligatoria all'1,0 per cento. Attraverso le due operazioni a tre anni, condotte negli ultimi giorni di dicembre e a fine febbraio, l'Eurosistema immette nel sistema bancario dell'area fondi lordi per circa 1.000 miliardi di euro (oltre 500 al netto della minore domanda in altre operazioni a più breve termine). La liquidità immessa circola all'interno

dell'area, influenzando il funzionamento dei mercati, i rendimenti e, in prospettiva, rimuovendo gli ostacoli alla normalizzazione delle condizioni di offerta del credito. La trasmissione della politica monetaria torna a essere più uniforme.

Dall'estate del 2011 anche i governi e le autorità europee intraprendono nuove azioni per fronteggiare l'aggravarsi della crisi: nuove misure per il controllo dei conti pubblici; un nuovo piano di assistenza finanziaria alla Grecia; l'ampliamento della flessibilità e della capacità di intervento dell'EFSF/ESM; l'anticipo di un anno dell'inizio dell'operatività dell'ESM (al 1° luglio di questo anno). Entra in vigore la riforma della governance economica nota come *six-pack*, che include il rafforzamento del Patto di stabilità e crescita. Viene sottoscritto il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (*Fiscal compact*) che, tra l'altro, impegna i paesi firmatari a inserire nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale ed entro un anno dalla sua entrata in vigore, una norma che preveda il raggiungimento e il mantenimento del pareggio di bilancio in termini strutturali. Questa norma è stata inserita nella Costituzione italiana lo scorso aprile.

In Italia il nuovo Governo prosegue, rafforzandolo, l'aggiustamento dei conti pubblici e avvia riforme strutturali volte a rianimare la capacità di crescita dell'economia. Come abbiamo messo in evidenza lo scorso 31 maggio, già dall'anno prossimo il rapporto tra debito pubblico e PIL inizierà a diminuire; il bilancio delle amministrazioni pubbliche sarà in sostanziale pareggio nel 2014. La seconda azione, quella delle riforme strutturali, mostra maggior fatica, a causa di diffuse resistenze nel sistema politico e nella società, ma ha comunque già conseguito l'importante risultato di rimettere in discussione atavici meccanismi di funzionamento del settore pubblico e di quello privato che da svariati anni ostacolano la crescita nel nostro Paese.

Dalla metà di marzo le tensioni sui mercati sono tornate ad aumentare, da ultimo per le incertezze circa lo stato delle istituzioni finanziarie in Spagna, fronteggiate con il previsto intervento dei meccanismi europei di sostegno.

Ma, sempre più chiaramente, sono le incompletezze e le incoerenze della costruzione europea a essere nel mirino degli investitori e dei mercati finanziari internazionali, i quali si chiedono quanto sia veramente salda la volontà dei cittadini e dei governi europei di preservare la moneta unica. A questi dubbi occorre dare una risposta decisa, concorde, tempestiva.

Insegnamenti della crisi: stabilità finanziaria e politiche macroprudenziali

La crisi globale ha insegnato, sta insegnando, molte lezioni. Innanzitutto, il valore della stabilità del sistema finanziario, inteso in sé e non come sommatoria degli intermediari e dei mercati di cui si compone. Questa stabilità va perseguita con politiche apposite, macroprudenziali, volte a contenere il rischio sistemico. Questo ha almeno due dimensioni: una temporale, dovuta all'accumulazione di squilibri macroeconomici ciclici; una settoriale, dovuta alla concentrazione di rischi specifici in singoli intermediari di rilevanza sistemica.

Sotto il primo profilo, la politica macroprudenziale deve contrastare la prociclicità del sistema finanziario; sotto il secondo, deve intervenire con strumenti regolamentari che rendano il sistema finanziario il più possibile refrattario ai contagi di una sua parte sulle altre. La sfida diviene allora sapere identificare *ex ante*, e misurare, i rischi; quindi, applicare efficacemente le politiche macroprudenziali in tutti i loro aspetti operativi.

Il panorama internazionale delle autorità macroprudenziali che sono state create in questi ultimi anni è vario: mi limito a ricordare il Financial Stability Oversight Council (FSOC) costituito negli Stati Uniti con l'approvazione del Dodd-

Frank Act; il Financial Policy Committee (FPC) nel Regno Unito, il Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB) nell'Unione europea, su cui tornerò più avanti. Queste autorità si affiancano a organismi globali come il Financial Stability Board (FSB) e lo stesso Fondo Monetario Internazionale.

In generale, non emerge un modello unico di vigilanza macroprudenziale in grado di rispondere con la stessa efficacia alle eterogeneità dei quadri istituzionali pre-esistenti, ma nella maggior parte dei paesi le banche centrali vi giocano un ruolo essenziale.

L'architettura europea

Nell'Unione europea, su impulso della Commissione e del Comitato de Larosière, fu approvata nell'autunno del 2009 un'ampia riforma dell'architettura di supervisione. Dall'inizio del 2011 sono operativi i nuovi organismi introdotti dalla riforma: il Comitato europeo per il rischio sistemico, con funzioni di vigilanza macroprudenziale, e le tre autorità europee di vigilanza microprudenziale, distinte in relazione al settore di intermediazione (bancario, mobiliare e assicurativo), che, insieme con le autorità nazionali, costituiscono il Sistema europeo di supervisione finanziaria (European System of Financial Supervision, ESFS).

L'ESRB è la novità di maggior rilievo della riforma. Ha piena indipendenza ed esplicite responsabilità in materia di vigilanza macroprudenziale. Raccoglie le informazioni rilevanti, segnala le aree di rischio sistemico, formula raccomandazioni per l'adozione, a livello europeo o nazionale, di interventi correttivi.

Le raccomandazioni non hanno natura legalmente vincolante, ma possono essere rese pubbliche, con ciò esercitando pressione sulle autorità nazionali ed europee responsabili; i destinatari di una raccomandazione devono in ogni caso indicare, entro un termine temporale specifico, quali provvedimenti hanno adottato, oppure spiegare perché non hanno agito (“*comply or explain*”).

L'ESRB nasce con un forte ancoraggio istituzionale al Sistema europeo di banche centrali e alla BCE: nell'organo decisionale (General Board) sono rappresentati al massimo livello la BCE e le banche centrali dei 27 paesi dell'Unione. Il Regolamento istitutivo riconosce alla BCE e alle banche centrali nazionali un ruolo guida nella vigilanza macroprudenziale, in virtù delle competenze e delle responsabilità loro assegnate nel settore della stabilità finanziaria. La BCE fornisce all'ESRB supporto logistico e amministrativo, lo stesso personale.

L'efficacia delle politiche macroprudenziali nell'Unione europea dipenderà crucialmente dagli assetti istituzionali definiti negli Stati membri, in cui risiede la responsabilità ultima delle misure necessarie a mantenere la stabilità finanziaria. L'ESRB ha pubblicato a gennaio scorso una raccomandazione che chiede ai paesi membri di valutare entro questo mese di giugno, e di assicurare entro giugno del 2013, la coerenza del proprio assetto istituzionale in materia di vigilanza macroprudenziale con alcuni principi guida, frutto di un ampio consenso emerso negli organismi internazionali (FMI ed FSB *in primis*).

Politiche macroprudenziali, politica monetaria e politiche microprudenziali

Un altro insegnamento di questa crisi è che le politiche macroprudenziali, così importanti ancorché neglette fino a qualche anno fa, hanno interazioni complesse con le politiche monetarie. Queste interazioni meritano approfondimenti.

Il mandato di una banca centrale moderna, con speciale nettezza quello dell'Eurosistema, prevede come obiettivo primario la stabilità dei prezzi nel medio termine. Questo è anche il miglior contributo che le autorità monetarie possono fornire a supporto della stabilità del sistema finanziario. Ma il legame procede anche in direzione opposta: un ambiente macroeconomico e finanziario stabile giova

all'efficace trasmissione degli impulsi di politica monetaria, facilitando il perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi.

La crisi di questi anni ha però mostrato come la politica monetaria possa influenzare variabili – quali i prezzi delle attività finanziarie e reali e le condizioni di offerta di credito all'economia – il cui andamento è cruciale per la stabilità finanziaria. Ho già ricordato la straordinaria espansione del credito precedente la crisi negli Stati Uniti.

In Banca d'Italia abbiamo condotto alcuni lavori empirici per analizzare le possibili complementarità, ma anche i possibili conflitti, tra politica monetaria e politiche macroprudenziali.

Uno di questi lavori (Catte, Cova, Pagano, Visco, 2010) ha valutato, attraverso un'analisi controfattuale, quale sarebbe stata l'evoluzione degli aggregati creditizi se negli anni precedenti la crisi (2002-2007) la politica monetaria fosse stata più restrittiva o si fosse messa in campo una politica macroprudenziale anticiclica. I risultati sono chiari: una *stance* di politica monetaria meno espansiva, associata all'attivazione di strumenti per contenere l'espansione del credito, avrebbe contenuto la bolla immobiliare, limitando la caduta del prodotto.

Un altro lavoro ha posto l'enfasi sulla rilevanza del coordinamento fra politiche monetaria e macroprudenziale (Angelini, Neri, Panetta, 2011); ne risulta tra l'altro che, in caso di shock finanziari che alterano la capacità del sistema bancario di fare credito all'economia, può essere ottimale per una banca centrale cooperare con l'autorità macroprudenziale fino al punto da deviare temporaneamente dall'obiettivo primario della stabilità dei prezzi a vantaggio della stabilità del sistema finanziario.

Questione non meno complessa e dibattuta è quella dei nessi fra politiche macro e microprudenziali. Queste ultime hanno dimostrato di essere fondamento della stabilità del sistema bancario. È difficile immaginare il successo della vigilanza macro senza il supporto di quella micro.

In linea generale i due approcci sono tra loro complementari. La vigilanza microprudenziale, avendo come obiettivo la sana e prudente gestione dei singoli soggetti vigilati, limita anche il rischio aggregato e la prociclicità del sistema finanziario. D'altro canto, molti strumenti tipici delle politiche macroprudenziali (requisiti patrimoniali, coefficienti di liquidità, *loan-to-value ratios*) sono nient'altro che strumenti microprudenziali calibrati e utilizzati per rispondere a finalità di tipo macroprudenziale. Li abbiamo già visti in opera, sia in alcune economie avanzate (in seguito alle liberalizzazioni degli anni Ottanta e Novanta), sia in Asia (in seguito alla crisi degli anni Novanta), sia in America latina (durante la crisi argentina del 2000).

In sintesi, gli stessi strumenti possono essere attivati da autorità potenzialmente distinte (micro e macro) per perseguire finalità intrinsecamente differenti, anche se interconnesse. Non possiamo quindi escludere situazioni di conflitto. Queste possono emergere con maggiore probabilità nelle fasi negative del ciclo economico, in cui le autorità microprudenziali potrebbero richiedere requisiti aggiuntivi di capitale a presidio della solidità patrimoniale di una singola istituzione, mentre le autorità macroprudenziali potrebbero richiedere al sistema bancario nel suo complesso di utilizzare i buffer di capitale accumulati nelle fasi positive del ciclo, al fine di scongiurare un *credit crunch*.

Vanno valorizzate le sinergie rispetto ai *trade-offs*. Modalità chiare di scambio informativo e di coordinamento tra autorità diventano fattori cruciali di successo. Sono necessari assetti istituzionali a livello nazionale che prevedano esplicitamente tali modalità. Ma questo non basta. In un sistema finanziario sopranazionale integrato, politiche in un paese o in un'area possono riverberarsi sui sistemi finanziari di altri paesi. L'ESRB assume un ruolo cruciale nel promuovere il coordinamento, anche in via preventiva, delle politiche nazionali.

Lo sforzo di reimpostazione delle regole e delle prassi di supervisione sulla finanza – nel mondo, in Europa, in singoli paesi – non è concluso. Iniziato sull'onda del grande spavento suscitato dall'esplosione della crisi, ha incontrato freni nelle resistenze degli interessi privati colpiti, nel sedimentare di culture e tradizioni nazionali. Occorre continuare a lavorare per giungere alla definizione di un sistema efficace nell'analisi dei rischi sistemici, tempestivo nell'adozione degli interventi necessari.

In Europa, dobbiamo realizzare un effettivo livellamento del campo di gioco per le banche europee. Va contrastata la tendenza alla rinazionalizzazione dei sistemi finanziari, che mette in pericolo il mercato unico e la politica monetaria comune. La direzione in cui incamminarsi è quella di uno schema uniforme di regole e di sorveglianza sul sistema finanziario, di un meccanismo comune di garanzia dei depositanti, di un fondo unico per la risoluzione delle crisi bancarie.

Da alcuni anni il mondo si è reso conto a proprie spese che la stabilità finanziaria non è un concetto astratto, ma un valore primario delle nostre società, da perseguire e conservare con impegno e con fatica. Le politiche macroprudenziali, appositamente disegnate a quel fine, interagiscono con le politiche monetarie e con quelle microprudenziali in modi complessi. Il disegno istituzionale, le regole condivise, il coordinamento, sono essenziali.

Nell'area dell'euro la politica monetaria agisce nel pieno perseguimento del suo mandato: sostenendo la liquidità delle banche mantiene agibili i canali di trasmissione dei suoi impulsi; contribuisce così in modo fondamentale a contrastare l'instabilità. Non può essere chiamata a farsi carico permanentemente di difetti istituzionali fuori del suo ambito d'azione. È l'intero impianto federativo europeo che va ora rafforzato. Questo è il compito in cui noi tutti, ciascuno per la propria competenza e responsabilità, dobbiamo impegnarci.

Riferimenti bibliografici

Catte P., Cova P., Pagano P. e Visco I. (2010), *The role of macroeconomic policies in the global crisis*, Questioni di economia e finanza, n. 69, Banca d'Italia.

Angelini P., Neri S. e Panetta F. (2011), *Monetary and macroprudential policies*, Temi di discussione, n. 801, Banca d'Italia.