

“Come ripristinare la stabilità finanziaria”

**Intervento di Mario Draghi
alla “Bundesbank Lecture 2008”
Berlino, 16 settembre 2008**

A un anno dal suo primo manifestarsi, questa crisi è evoluta in una ancor più complessa combinazione di inflazione crescente, calo della crescita, restrizioni delle condizioni del credito, diffuse tensioni di liquidità che pervadono l'industria mondiale dei servizi finanziari. Le banche hanno raccolto una quantità significativa di capitale per compensare almeno in parte svalutazioni e perdite su crediti. Ma stanno ora entrando, con bilanci più fragili e prospettive di redditività scadenti, in una fase in cui tali perdite inizieranno a crescere nei loro portafogli.

L'ammontare complessivo delle riserve patrimoniali nel sistema è sufficiente a evitare che, in scenari ragionevoli, il sistema nel suo complesso cada al di sotto delle soglie regolamentari. Ma la distribuzione di tali riserve ha ovviamente il suo peso e, per le banche più grandi, i livelli di capitalizzazione richiesti dal mercato sono cresciuti a causa della maggiore incertezza e della ridotta trasparenza dei loro bilanci.

Noi riteniamo che le banche debbano aumentare almeno ancora una volta i livelli di capitale raccolti dall'inizio della crisi. Per vari motivi, alcune di esse incontreranno difficoltà a raggiungere i livelli desiderati e ciò in particolare accadrà a quelle banche che hanno seguito il modello di intermediazione finanziato dal debito, ad alta leva finanziaria e scadenze disallineate, che negli ultimi anni ha costantemente garantito ricavi da commissione. Ora che la capacità reddituale di queste banche appare deteriorata, una opportuna riduzione del loro indebitamento recherà probabilmente una contrazione nei nuovi prestiti. Gli aumenti di capitale sono particolarmente difficili quando le borse sono in tensione e i cali dei prezzi azionari vanificano ogni sia pur intenso sforzo di allentare la leva finanziaria. In questa situazione, aumenta il ricorso a strumenti ibridi di capitale che tuttavia potrebbero un domani rivelarsi inadeguati sul fronte della qualità delle risorse in tal modo raccolte. Osservo, infine, che la situazione delle banche nell'area dell'euro è stata finora migliore di quella rilevabile negli Stati Uniti e in altri sistemi economici.

Con l'evolvere della crisi, gli interventi di *policy* hanno assunto forme diverse, ancorché riconducibili a due ampie categorie: interventi di emergenza e interventi strutturali. Finora, i primi hanno avuto un carattere prettamente nazionale, poiché ogni crisi e i relativi rimedi hanno mostrato un legame particolarmente stretto con le strutture finanziarie domestiche. Tuttavia, se la crisi dovesse diventare sistemica – e lo scorso weekend si è visto quanto improvviso e drammatico possa essere il corso degli eventi – credo che un intervento coordinato a livello internazionale si renderebbe necessario.

D'altronde è emerso subito chiaramente che la risposta strutturale, atta a gettare le basi di un sistema finanziario più solido anche per gli anni a venire, non può che essere coordinata a livello internazionale. Questo è innanzitutto il compito assegnato al Financial Stability Forum (FSF) dal G7. Promosso nel 1999 da Hans Tietmeyer, l'FSF riunisce le autorità (banche centrali, organi di vigilanza e ministeri delle finanze) dei principali centri finanziari, nonché organismi, quali quelli di definizione degli standard, e le istituzioni finanziarie internazionali. Ciò conferisce al Forum una capacità inedita di promuovere e agevolare il coordinamento tra questi soggetti.

È nostra convinzione che l'asimmetria degli incentivi in molte aree del settore dei servizi finanziari abbia indebolito gli standard creditizi e di sottoscrizione di attività finanziarie, soprattutto, ma non solo, negli Stati Uniti. In generale, l'innovazione e la complessità degli strumenti finanziari hanno rapidamente sopraffatto la capacità delle banche di gestire i principali rischi – compresi quelli di raccolta e di liquidità, i rischi di concentrazione, reputazionali, legali e di stoccaggio delle attività finanziarie non ancora cartolarizzate. I doveri di diligenza degli investitori sono stati insufficienti e acritico è stato l'utilizzo delle valutazioni delle agenzie di *rating*. Le istituzioni hanno raggiunto livelli di indebitamento al tempo stesso eccessivi e sottovalutati. La scintilla iniziale, innescata dalla crisi dei *subprime* statunitensi, si è alimentata grazie a queste più ampie debolezze, provocando quella rapida perdita di fiducia e di liquidità nei mercati finanziari cui tutti noi abbiamo assistito. Questo spiega perché perdite che potevano essere circoscritte stanno invece avendo conseguenze così significative per l'economia reale sia in Europa che negli Stati Uniti.

Il sistema finanziario che emergerà da questa crisi opererà con meno debiti e più capitale, dovrà essere immune dagli incentivi perversi su cui si è radicata la crisi e dovrà essere in condizioni di valutare e individuare meglio i rischi. Alla fine, pur

evitando una regolamentazione eccessiva che ostacolerebbe l'innovazione, il processo di riforma avrà ridisegnato l'equilibrio tra disciplina di mercato e attività di regolamentazione.

Il rapporto dell'FSF, condiviso dai ministri e dai governatori delle banche centrali del G7 nell'aprile di quest'anno e reso pubblico, attinge a un vasto lavoro delle autorità nazionali e dei principali organismi e comitati internazionali di vigilanza, di regolamentazione e delle banche centrali. Uno dei principali punti di forza di questo rapporto è che le sue raccomandazioni sono state concordate proprio tra coloro che hanno l'autorità e la responsabilità di attuarle. Un altro importante punto di forza è che il rapporto mira a correggere le vulnerabilità individuate mantenendo condizioni uniformi di concorrenza tra paesi. È stato posto in essere un processo di attuazione ben definito che comprende l'indicazione di chi fa cosa, dei tempi e delle modalità con cui i progressi vanno monitorati e comunicati. Un esauriente rapporto sullo stato di avanzamento sarà presentato al G7 il mese prossimo.

Le principali aree cui si riferiscono le nostre raccomandazioni sono state:

- rafforzamento del quadro di vigilanza prudenziale delle banche, anche con riferimento a: patrimonio, liquidità, gestione dei rischi, infrastrutture di mercato;
- rafforzamento del quadro normativo su trasparenza e valutazione;
- modifiche nel ruolo e nell'utilizzo delle agenzie di rating;
- miglioramento della capacità di risposta ai rischi da parte delle autorità e rafforzamento della nostra cooperazione nel far fronte a casi di banche in difficoltà.

I progressi nell'attuazione di queste raccomandazioni sono stati considerevoli. Per citare qualche esempio:

- a luglio le autorità di vigilanza hanno proposto nuovi requisiti patrimoniali per le esposizioni creditizie nei portafogli di negoziazione delle banche e delle società di intermediazione mobiliare; entro la fine dell'anno definiranno gli aggiustamenti ai requisiti patrimoniali per le "ricartolarizzazioni" e le linee di liquidità che hanno finanziato i *conduit* fuori bilancio;
- a maggio il Comitato di Basilea ha aggiornato le linee guida sulla gestione del rischio di liquidità, che innalzano in maniera sostanziale gli standard per la sana gestione e valutazione di tale rischio – compresa l'introduzione di un

requisito in base al quale le banche sono chiamate a mantenere un'adeguata riserva di attività liquide liberamente disponibili e di alta qualità, come strumento di salvaguardia in protratti periodi di tensione di liquidità;

- nel corso dell'estate lo IOSCO e la SEC hanno introdotto importanti modifiche ai requisiti rivolti alle agenzie di valutazione del merito di credito, per risolvere il problema della qualità dei rating e innalzare i livelli di trasparenza; gli stessi organismi hanno formulato proposte su come i *rating* sono usati in ambito regolamentare;
- in materia di trasparenza, le maggiori banche hanno applicato le nostre raccomandazioni mirate ad assicurare notizie più esaurienti sulle proprie esposizioni ai rischi e sui processi di valutazione delle attività problematiche, dentro e fuori bilancio;
- anche lo IASB sta facendo progressi nella definizione di nuove linee guida e nuovi standard di valutazione delle attività in condizioni di illiquidità dei mercati e per il consolidamento dei veicoli fuori bilancio, che prevediamo saranno resi disponibili nei prossimi mesi.

Dal lato del settore privato, accogliamo con favore le raccomandazioni adottate dall'Institute of International Finance (IIF), dal Counterparty Risk Management Policy Group III, dall'American e dall'European Securitization Forum. Il coinvolgimento del settore privato nel compito di trarre una "lezione" dai fatti ha reso più evidente agli stessi operatori la necessità di ristabilire un corretto equilibrio tra libero mercato e regolamentazione.

Alcune modifiche regolamentari cui ho fatto riferimento dovranno essere introdotte con gradualità per evitare di aggravare ulteriormente gli aggiustamenti che il sistema sta fronteggiando. Tuttavia, non dovrebbero sorgere dubbi circa la determinazione con cui le autorità applicheranno il programma concordato a livello internazionale. Inoltre, non dovrebbero verificarsi slittamenti nei tempi previsti per il rafforzamento della trasparenza informativa, inclusa quella che riguarda le posizioni fuori bilancio, perché ciò è essenziale al ripristino della fiducia del mercato.

Nessun sistema finanziario sarà immune da crisi, quali che siano le regole del gioco. Pertanto, compito fondamentale delle autorità è rafforzare la solidità del sistema rispetto a qualunque tipo di shock o turbolenza, per minimizzare il rischio che gli effetti si propaghino altrove.

A livello di intero sistema finanziario, un elemento di importanza fondamentale è rappresentato dall'infrastruttura dei sistemi di pagamento e regolamento e dall'insieme della documentazione dei contratti e delle prassi di mercato che stanno alla base dell'attività finanziaria. Una infrastruttura è solida quando è capace di resistere agli effetti del fallimento di un importante istituto finanziario. Proprio in questo momento, tale capacità è sottoposta nei fatti a verifica. Riducendo la centralità di ciascuna singola istituzione per la stabilità del sistema, una infrastruttura più robusta contribuisce anche a ridurre il *moral hazard*. È assolutamente prioritario in quest'area affrontare i punti di debolezza dell'infrastruttura operativa del mercato dei derivati *over-the-counter* (OTC). Il lavoro che in questo settore ha intrapreso la Fed di New York merita il sostegno di tutti i paesi. Obiettivo di tale lavoro è riuscire a condurre il mercato dei derivati OTC su una piattaforma dove le operazioni siano registrate e regolate in modo ordinato.

È inoltre imperativo rafforzare le procedure nazionali e internazionali di gestione delle crisi al fine di consentire un'ordinata soluzione dei casi di istituzioni in difficoltà, incluse le banche di maggiori dimensioni la cui operatività si estende oltre i confini nazionali. Si tratta di un campo nel quale è ampio il divario tra ciò di cui abbiamo bisogno e ciò che abbiamo attualmente. Oltre alle importanti riforme in corso di attuazione in numerosi paesi, il Financial Stability Forum e il Comitato di Basilea si stanno adoperando per rafforzare la cooperazione internazionale e la definizione di piani di emergenza anticrisi condivisi tra le autorità.

A livello di singola istituzione, migliorare la solidità significa garantire che le riserve patrimoniali e di liquidità abbiano dimensioni tali da permettere di resistere agli shock esterni, senza rendere obbligatori livelli di riserve che ostacolano l'efficienza e incoraggino arbitraggi regolamentari. La questione è molto complessa, poiché l'entità effettiva e quella appropriata delle riserve variano nel tempo in funzione del contesto di mercato e del contesto sistemico. Sia i mercati, sia le autorità di regolamentazione influenzano i livelli di riserve patrimoniali e di liquidità delle istituzioni finanziarie.

Un aspetto cruciale, particolarmente importante nell'attuale fase di assestamento, è che le banche devono poter utilizzare, in condizioni avverse, riserve di capitale al di sopra del minimo regolamentare. Abbiamo potuto constatare che riserve più elevate rispetto ai minimi regolamentari diventano un nuovo requisito imposto *de facto* dal mercato. In effetti, l'anno scorso gli sforzi delle banche per raccogliere

nuovo capitale non si sono limitati a soddisfare i requisiti minimi, ma anche a rispondere alla necessità di assicurare i mercati. Almeno in parte, ciò è dovuto all'inasprirsi dell'incertezza su esposizione ai rischi, valutazioni e prospettive di redditività. Un certa dose d'incertezza è inevitabile – ad esempio, il valore a scadenza dei titoli garantiti da mutui immobiliari statunitensi non può essere determinato finché il mercato USA continua a calare. E' tuttavia chiara la necessità di un quadro di riferimento sulla trasparenza molto più robusto, al fine di contenere la tendenza da parte delle banche a reagire agli umori del mercato con aumenti di capitale (o riduzioni delle esposizioni) fino a livelli che potrebbero essere inefficienti in una crisi sistemica. Se le banche riuscissero a assicurare i mercati che i rischi relativi al valore delle proprie attività e degli utili attesi sono delimitati e gestiti in modo efficiente, sarebbero anche in grado di superare, in caso di necessità, le difficoltà connesse con una temporanea riduzione di riserve patrimoniali, che resterebbero comunque al di sopra delle soglie regolamentari.

Come già detto, questa crisi ha sollevato una serie di importanti interrogativi circa la natura della prociclicità, i suoi impatti sulla stabilità finanziaria, la praticabilità delle politiche volte a fronteggiarla. Queste considerazioni mi portano a sollevare due domande che credo meritino ulteriore attenzione da parte dei *policymakers*:

- Innanzitutto, c'è un ruolo per l'operatore pubblico nell'affrontare la prociclicità in quanto fonte di instabilità finanziaria?
- In secondo luogo, la stabilità del sistema finanziario deve essere inclusa nella funzione obiettivo della politica monetaria?

Esaminando l'esperienza fatta negli ultimi due o tre decenni, si resta colpiti dalla reiterata tendenza del sistema finanziario ad accumulare rischi e debiti in periodi di congiuntura favorevole, per poi ridurli rapidamente al mutare delle condizioni. Mentre le attività finanziarie e gli attori coinvolti, e anche i fattori scatenanti, cambiano da un ciclo all'altro, i cicli tendono a creare rilevanti costi e distorsioni per l'economia reale, sia nelle fasi di crescita che nei successivi periodi di debolezza. Ciò accade in modo tanto più rilevante quanto più il sistema ricorre alla leva finanziaria, come si è visto l'anno scorso. Se è vero che non possiamo, e nemmeno desideriamo, eliminare i momenti di ottimismo e di pessimismo che sono propri della natura umana, è anche vero che dobbiamo riconsiderare alcuni effetti prociclici causati dai nostri interventi di *policy*.

Nel Rapporto FSF di aprile, abbiamo deciso di non affrontare il tema della prociclicità in sé e per sé (sebbene alcune raccomandazioni vi facciano riferimento), per l'urgenza di produrre raccomandazioni concrete in altre aree. Ma ora è il momento di ritornare su questo tema. Come negli altri campi già esaminati, l'obiettivo sarà quello di rafforzare la solidità del sistema senza ostacolare la disciplina di mercato e l'innovazione, che sono entrambe essenziali al contributo del settore finanziario alla crescita economica.

Non mancano idee su quale aspetto della prociclicità sia più rilevante per la stabilità finanziaria, né sulla gamma delle opzioni disponibili per attenuarne gli effetti. Ecco alcuni temi su cui il Financial Stability Forum desidera confrontarsi:

- regole sul *capitale*: gli accordi di Basilea II collegano i requisiti di patrimonio più direttamente alla rischiosità di un'attività finanziaria, che più facilmente aumenta nelle fasi negative del ciclo e diminuisce durante quelle espansive. Ciò non rappresenta una novità, ma dato che gli stessi accordi di Basilea II sono nuovi, abbiamo bisogno di conoscerne meglio i meccanismi – non è ancora chiaro, in particolare, come nel quadro di Basilea II i livelli di capitale richiesti, desiderati ed effettivi evolvano durante un intero ciclo economico (sebbene sia stata ora creata una struttura *ad hoc* per la verifica e la valutazione di quest'aspetto). Nel momento in cui ci chiediamo *come* rafforzare il quadro normativo, è anche necessario riflettere su come promuovere, in periodi di crescita, la formazione di riserve al di sopra dei requisiti minimi, cui si possa attingere in modo flessibile nella fase negativa del ciclo. Entro certi limiti, ciò si può fare, in modo discrezionale, anche oggi. Tuttavia, eccessive divergenze nell'applicazione a livello nazionale di Basilea II potrebbero sollevare problemi di trasparenza e di coerenza con gli accordi regolamentari internazionali e dovrebbero pertanto essere limitate. Riduzioni estemporanee e non coordinate dei requisiti minimi potrebbero essere interpretate come una scelta lassista e dare un segnale sbagliato circa le valutazioni delle autorità sulla robustezza complessiva del sistema. Una delle questioni che stiamo affrontando in maniera coordinata a livello europeo e internazionale è proprio la determinazione del modo migliore di attenuare la prociclicità del patrimonio delle banche.
- Un tema attinente è quello di un adeguato sistema di *accantonamenti* a fronte del rischio di credito: è uno strumento utile per limitare gli effetti della

prociclicità, specialmente per i nuovi prestiti. Tuttavia, i nostri sistemi bancari mostrano anche in questa crisi di avere livelli storicamente bassi di accantonamenti. In certa misura, ciò può essere attribuito al favore che ha circondato di recente gli atteggiamenti più rischiosi, ma riflette anche i nuovi principi contabili e le regole prudenziali, i cui effetti devono ancora essere valutati alla luce dell'esperienza di questi mesi. Dobbiamo mirare a creare tecniche di accantonamento che tengano conto del ciclo economico volte a mettere le banche in condizione di assorbire le perdite, invece di razionare il credito, nei periodi di congiuntura sfavorevole.

- *Emolumenti* – alcune questioni su questo argomento sono balzate, di recente, all'attenzione dell'opinione pubblica: è vero che i meccanismi di remunerazione basati sui bonus - sia per i *traders*, sia per il *senior* e *top* management delle società finanziarie - premiano i rischi a breve termine penalizzando quelli a più lungo termine, assunti per aumentare i profitti? Quali sono gli elementi di un efficace sistema di remunerazione? Sul punto, gli interessi delle autorità di vigilanza e degli azionisti sostanzialmente convergono, ma le banche avrebbero bisogno di perseguire collettivamente questo obiettivo. Ammesso che esista un ruolo per la regolamentazione e per le autorità di vigilanza in quest'area, si tratta di un ruolo *ex ante* (per adeguare gli incentivi ai rischi che si intende assumere) e/o *ex post* (per adeguare il capitale ai rischi assunti)?
- *Valutazione e leva finanziaria*: la loro interrelazione ha avuto un crescente rilievo nel tempo per varie ragioni, tra cui la diffusione di attività negoziabili (in particolare, titoli di credito) da valutare ai prezzi di mercato, lo sviluppo della raccolta attraverso strumenti finanziari collateralizzati, la crescita di posizioni d'investimento ad elevata leva finanziaria. Ma anche in questo caso, servono maggiori informazioni sul funzionamento dei mercati. Quali effetti hanno avuto le tecniche contabili e il *leverage* sulla ciclicità del sistema finanziario? Attraverso quali canali? Quale può o deve essere la linea di condotta delle autorità?

Venendo al rapporto tra politica monetaria e stabilità finanziaria, se la turbolenza che sta agitando i mercati ci fornisce qualche indicazione, questa è che il ritmo di innovazione finanziaria negli ultimi anni, il volume delle transazioni in alcuni

mercati, il grado di leva finanziaria del sistema e la natura globale della finanza hanno trasformato il funzionamento del sistema finanziario internazionale. Tali mutamenti non sono stati adeguatamente valutati nelle loro implicazioni per la politica monetaria.

Le banche centrali sono per definizione interessate allo stato di salute del sistema finanziario. Per il ruolo cruciale che svolge – allocare capitale e rischi nel sistema economico – un settore finanziario ben funzionante è indispensabile al raggiungimento di obiettivi macroeconomici primari, come la stabilità dei prezzi e la crescita sostenuta; per le banche centrali, tale settore è fondamentale anche ai fini dell'efficace trasmissione delle decisioni di politica monetaria all'economia reale. Contribuire alla robustezza del sistema finanziario è, in un certo senso, iscritto nel codice genetico delle banche centrali: tra le ragioni storiche che hanno indotto a istituirle, infatti, vi è quella di rafforzare la stabilità finanziaria con un organo che potesse agire da prestatore di ultima istanza.

La politica seguita dalla Banca centrale europea fin dall'inizio delle turbolenze è stata senza dubbio in linea con questo ruolo storico. La BCE non è rimasta passiva: ha usato i mezzi a sua disposizione, in particolare le operazioni di liquidità, per sostenere il regolare funzionamento del mercato monetario in periodi di elevata tensione. L'assetto operativo si è rivelato robusto e flessibile nel rispondere in modo efficace alla sfida posta dalla contrazione della liquidità nel mercato.

Tuttavia – e questo è un aspetto cruciale della politica della BCE – abbiamo agito seguendo il principio di una rigida separazione tra gli interventi di immissione di liquidità nel sistema e la gestione della politica monetaria. Quest'ultima, ovvero la fissazione del livello dei tassi di interesse da parte della BCE, è stata orientata al perseguimento del suo obiettivo primario: la stabilità dei prezzi. Questo principio è cruciale. Attribuire alla politica monetaria ulteriori obiettivi, come il mantenimento della stabilità finanziaria, rischierebbe di confondere le responsabilità, incentivare il *moral hazard* e creare un *trade-off*, laddove non esiste. Concordo pienamente con quanto ha spesso affermato Otmar Issing, e cioè che non c'è un conflitto di lungo periodo tra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria ⁽¹⁾. Come lui stesso ha chiarito, i conflitti di breve termine, che possono emergere occasionalmente, sono facilmente risolvibili con una strategia di politica monetaria opportunamente

(¹) O. Issing (2003), *Monetary and financial stability: is there a trade-off?*, BIS paper No. 18.

orientata su un orizzonte di medio termine, come quello che ha adottato la BCE. Su tale orizzonte, infatti, la stabilità dei prezzi e quella finanziaria sono obiettivi tra di loro complementari, non alternativi. Non dobbiamo dimenticare che alcuni dei più dannosi e prolungati periodi di difficoltà finanziaria (come la Grande Depressione, l'esperienza giapponese negli anni novanta e molte delle crisi valutarie nei mercati emergenti avvenute nel secolo scorso) sono stati associati con la – e a volte aggravati dalla – incapacità di controllare il processo di inflazione.

Poter contare su una netta separazione dei ruoli e una corretta assegnazione degli strumenti agli obiettivi, è di particolare importanza in questo frangente, tenuto conto del fatto che stiamo affrontando pressioni inflazionistiche combinate a debole attività economica e turbolenza finanziaria. È proprio in questi momenti difficili che i benefici di un solida cornice monetaria diventano evidenti. Solo assicurando un ritorno alla stabilità dei prezzi in tempi ragionevoli potremo controllare le aspettative inflazionistiche, ridurre l'incertezza e i premi al rischio, sostenere nel lungo termine il potere d'acquisto e la capacità di reperire risorse finanziarie, rafforzando così le prospettive per l'economia e per la stabilità finanziaria. Il rischio che un prolungato periodo di inflazione elevata possa destabilizzare le aspettative e consolidarsi nel meccanismo di formazione dei salari e dei prezzi richiede un atteggiamento risoluto da parte dell'autorità di politica monetaria. È anche essenziale che tutti adottino un comportamento responsabile. Va da sé che se l'attuale fase d'instabilità finanziaria dovesse aggravarsi, fino a condurci a una situazione deflazionistica, la politica monetaria dovrebbe tenerne conto.

Sebbene il ruolo della politica monetaria nell'attuale contesto sia chiaro, è tuttavia saggio, anche in questo campo, trarre degli insegnamenti dalla recente esperienza. Uno, importante, legato all'argomento della pro-ciclicità che ho appena menzionato, riguarda il ruolo che per molti anni condizioni globali straordinariamente favorevoli di accesso al credito hanno avuto nell'originare l'attuale turbolenza.

Le due fasi dei cicli di espansione e contrazione mostrano un'evidente asimmetria: se, da un lato, gli effetti della contrazione sono chiaramente visibili, dall'altro lato la formazione degli squilibri nella fase di espansione non è facilmente identificabile. Ciò perché, ovviamente, ci sono numerosi altri fattori – non necessariamente legati agli squilibri – che contribuiscono alla variazione dei prezzi delle attività e delle poste in bilancio, e dal fatto che non tutte le fasi espansive sfociano in una crisi. Le banche centrali si trovano pertanto a dover intervenire dopo il crollo, iniettando

liquidità per evitare una crisi finanziaria, o persino a volte allentando la politica monetaria per evitare la deflazione, mentre sono rimaste passive nella fase precedente. Il problema, tuttavia, è che una politica monetaria che si limita a un ruolo meramente passivo può incentivare il *moral hazard* e costituire terreno fertile per squilibri anche peggiori in futuro.

La sfida cruciale consiste quindi nel comprendere se la politica monetaria possa o debba essere più “proattiva” e andare “controcorrente” anche in periodi di crescenti squilibri finanziari e in modo preventivo, pur in assenza di minacce immediate alla stabilità dei prezzi. Questa è una questione aperta, sulla quale le opinioni divergono. Mi limiterò alle seguenti osservazioni.

In primo luogo, i premi di rischio nei mercati azionari, immobiliari, dei titoli di Stato e delle obbligazioni hanno raggiunto negli ultimi dieci anni – in diversi momenti – un minimo storico. Erano diminuiti in maniera costante a partire dalla metà degli anni ottanta. A monte di tale tendenza vi sono ragioni strutturali: l’ampliamento e l’ispessimento dei mercati finanziari globali; politiche economiche più stabili, in particolare la politica monetaria, che hanno portato a una minore variabilità macroeconomica, quindi a minori rischi, negli ultimi due decenni (il fenomeno è noto col nome di “Great Moderation”) ⁽²⁾. Ma sono entrati in gioco anche fattori transitori, e dunque meno rassicuranti: una minore volatilità nell’economia, forse dovuta alla “buona sorte”, ossia a una eccezionale diminuzione del vigore degli shock esogeni, che può aver generato una falsa percezione di sicurezza. Più importante, dal punto di vista delle autorità monetarie, è che il protrarsi di bassi tassi di interesse a livello globale, nella misura in cui ha favorito un’eccessiva propensione ai rischi, ha incoraggiato anche quegli incentivi perversi nella loro gestione, che hanno avuto un ruolo cruciale nelle recenti turbolenze. Invero, l’esistenza di un canale di “propensione al rischio” – l’impatto della politica monetaria sui livelli sia di percezione del rischio sia di tolleranza dello stesso – sembra avere qualche fondamento a livello teorico e di ricerca empirica ⁽³⁾. Ancora una volta, tutto ciò non rappresenta una novità. In una prospettiva storica, le politiche monetarie accomodanti si sono rivelate un fattore chiave in molti cicli

⁽²⁾ Un’analisi approfondita di questo tema si trova in J.-C. Trichet (2008), *Risk and the macroeconomy*, intervento alla Conferenza ‘The ECB and its watchers X’, Frankfurt am Main, settembre.

⁽³⁾ V., *inter alia*, G. Jimenez, S. Ongena, J.L. Peydrò, and J. Saurina (2008), *Hazardous times for monetary policy: what twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?*, CEPR Discussion paper No. 6514.

economici sfociati in una crisi ⁽⁴⁾. La sottovalutazione del rischio è particolarmente preoccupante quando coinvolge i mercati immobiliari, poiché gli operatori di questo settore sono mediamente meno informati e meno protetti in situazioni di cambiamento, rispetto agli operatori di altri settori. Bassi tassi di interesse protratti nel tempo, associati a un boom dei prezzi delle attività finanziarie (specialmente immobiliari), a premi al rischio molto bassi e ad una forte espansione del credito dovrebbero essere un campanello d'allarme per le autorità di politica economica.

In secondo luogo, un'approfondita analisi dei bilanci degli intermediari e degli sviluppi monetari e creditizi, per cui la Bundesbank è assunta a modello, e che ora costituisce parte essenziale della strategia della BCE, è fondamentale in questo campo. Oltre a coadiuvare la formazione delle previsioni in materia di stabilità dei prezzi, tale analisi potrebbe essere un ingrediente indispensabile per una politica monetaria che mirasse a una maggiore simmetria degli interventi tra le fasi espansive e recessive, in tal modo riducendo la prociclicità e il *moral hazard* nel settore finanziario. L'analisi monetaria può essere tanto più importante in situazioni di potenziale difficoltà del settore finanziario, quando sarebbe necessario allungare l'orizzonte di riferimento delle azioni di *policy*, ma risulta molto difficile farlo attraverso l'uso delle previsioni, data la complessità del problema. Ciò è ancor più vero se teniamo conto della possibilità, messa in evidenza da alcuni studiosi, che quando la politica monetaria è molto credibile, eccessive espansioni della liquidità causino innanzitutto rialzi nei prezzi delle attività finanziarie e boom creditizi, piuttosto che pressioni inflazionistiche ⁽⁵⁾. L'analisi del credito e della moneta ci ha inoltre permesso di formarci un'idea più precisa sugli effetti delle turbolenze finanziarie. Il rallentamento nella crescita del credito nell'area dell'euro appare in linea con l'impatto atteso di una riduzione dell'attività economica e di condizioni di *policy* più restrittive. Finora, non abbiamo registrato segni di ulteriori effetti legati alle tensioni finanziarie, e per il momento la patrimonializzazione delle banche nell'intera area dell'euro rimane solida. Naturalmente, qualora la crisi dovesse diventare sistemica, i rischi di controparte potrebbero diffondersi a livello mondiale.

⁽⁴⁾ C. W. Calomiris (2008), *The subprime turmoil: what's old, what's new, and what's next*, presentato al Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium, Jackson Hole, agosto 2008; Bordo, M. (2007), *The crisis of 2007: the same old story, only the players have changed*, presentato alla Conferenza su "Globalization and systemic risk", organizzata a Chicago dalla Federal Reserve Bank of Chicago e dal Fondo Monetario Internazionale.

⁽⁵⁾ Borio, C. and P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS working papers, No. 114.

In terzo luogo, non credo che le banche centrali posseggano, rispetto al settore privato, una conoscenza superiore che le ponga in condizione di valutare la presenza di una deviazione nel prezzo di ogni attività finanziaria rispetto ai fondamentali. Ciò premesso, le banche centrali, grazie alle loro elevate conoscenze tecniche, al giudizio imparziale e alla prospettiva globale e di lungo termine, godono, probabilmente, di una posizione migliore per individuare i rischi sistemici presenti nei mercati finanziari. Tale circostanza consente di diffondere segnali al sistema finanziario nonché al pubblico, e a volte anche di attuare interventi di politica monetaria. In generale, quando si ha a che fare con eventi scarsamente probabili, ma che comportano costi elevati, sarebbe ottimale scegliere di eccedere sul lato della prudenza ove ciò contribuisse a ridurre la probabilità di crisi future ⁽⁶⁾.

In quarto luogo, come hanno di recente notato, tra gli altri, Adrian e Shin ⁽⁷⁾, gli sviluppi del mercato bancario e di quello dei capitali sono diventati tra di loro inscindibili in un sistema finanziario basato sui mercati. Con i suoi maggiori effetti sulle condizioni del mercato dei capitali, la politica monetaria potrebbe avere acquisito un peso maggiore anche sulla dimensione dei bilanci degli intermediari finanziari. Potrebbe quindi svolgere un ruolo importante nell'attutire le fluttuazioni che possono causare una riduzione disordinata della leva finanziaria. Date le interrelazioni esistenti a livello globale, ciò è vero non solo nei sistemi anglosassoni, ma anche nei sistemi europei più "bancocentrici".

Pertanto, anche se la politica monetaria dovrebbe continuare a concentrarsi sull'obiettivo della stabilità dei prezzi, essa dovrebbe, nel contempo, perseguire una maggiore simmetria per tutto il ciclo, senza potersi concedere di trascurare le mutazioni e le innovazioni che interessano la struttura del sistema finanziario.

Non dobbiamo, comunque, sottostimare l'enorme sfida informativa che abbiamo di fronte. Occorre affinare le nostre analisi e i nostri strumenti per rendere più efficace l'identificazione dei rischi di una crisi sistemica, per quantificare meglio gli effetti dei nostri interventi diretti a mitigare tali rischi e per sviluppare una conoscenza più approfondita sulla natura bidirezionale dei rapporti tra settore finanziario e reale. In

⁽⁶⁾ Bordo, M. and O. Jeanne (2002), *Monetary policy and asset prices: does 'benign neglect' make sense?*, *International Finance*, 5(2).

⁽⁷⁾ Adrian, T. and H. S. Shin (2008), *Financial intermediaries, financial stability and monetary policy*, presentato al Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium, Jackson Hole, agosto 2008.

tale ambito, una interazione più stretta tra le analisi macroeconomiche e quelle macroprudenziali è essenziale. Ciò comporta una maggiore cooperazione e condivisione delle informazioni tra le autorità a livello nazionale e internazionale. Inoltre, una maggiore trasparenza e una più elevata qualità delle informazioni rese pubbliche dal settore privato sono necessarie per valutare in modo completo le condizioni del sistema finanziario e per formulare un'efficace politica monetaria. In questo senso, la politica monetaria e gli interventi volti a ripristinare la stabilità finanziaria sono tra di loro intimamente collegati.

La crisi che stiamo affrontando è tra le più severe e complesse dei nostri tempi. Le sfide saranno considerevoli: ripristinare la stabilità dei prezzi per sostenere la crescita e assicurare che i necessari aggiustamenti avvengano in modo ordinato sia nei bilanci delle banche e delle famiglie, sia per quanto riguarda gli squilibri macroeconomici interni ed esterni. A tal fine, saranno necessari interventi sul fronte monetario, fiscale e regolamentare; inoltre, al settore privato sarà richiesta un'azione rigorosa diretta a ripulire i bilanci, a rafforzare la *governance* aziendale e a migliorare il funzionamento dei mercati.

La storia ci ha ripetutamente insegnato che le necessarie riforme sono ignorate finché una crisi non impone una reazione e che, una volta superata la crisi, la volontà di realizzare le riforme si affievolisce rapidamente. Questa crisi non è diversa dalle altre e ciò rappresenta un'opportunità per rafforzare la struttura del sistema finanziario.