

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FIRENZE

Facoltà di Economia, Giurisprudenza e Scienze Politiche “Cesare Alfieri”

**Ruolo, responsabilità, azioni
della Banca Centrale nella “lunga” crisi**

Lectio magistralis di Ignazio Visco

Governatore della Banca d'Italia

Firenze, 18 gennaio 2013

1. Introduzione¹

A una crisi finanziaria di eccezionale severità e lunghezza, di natura globale, con gravi conseguenze sull'economia reale le banche centrali hanno reagito con misure, “convenzionali” e non, di entità senza precedenti. In Europa sono stati arginati i danni di crisi di intermediari di valenza sistemica e di interi sistemi finanziari nazionali. È stato sventato il rischio che difficoltà di raccolta e di liquidità delle banche potessero tradursi in un collasso del credito all'economia, con conseguenze potenzialmente disastrose. Le decisioni della Banca centrale europea (BCE), le riforme nazionali e quelle della *governance* economica europea hanno in larga misura dissipato il pessimismo sulle prospettive della moneta unica che aveva aggravato la crisi dei debiti sovrani e portato i premi al rischio sui titoli di Stato su livelli eccezionalmente elevati in alcuni paesi dell'area. Il cammino da compiere è ancora lungo, va percorso con impegno e attenzione, ma una fase acuta della crisi è stata superata.

Le decisioni prese e le circostanze che le hanno determinate hanno riaperto la discussione sul ruolo delle banche centrali, sui loro obiettivi e sull'adeguatezza delle strategie di politica monetaria. Nel passare in rassegna questi temi, alla luce dei principali cambiamenti che hanno caratterizzato lo scenario economico e finanziario mondiale nell'ultimo ventennio, cercherò di illustrare i principi che hanno guidato la risposta delle autorità monetarie alla crisi finanziaria.

Un'idea chiave che descrive il ruolo fondamentale della banca centrale è quella che la vede come “produttrice di fiducia”. Sebbene possa trovarsi a dover modificare il proprio *modus operandi* per adeguarlo alle mutate circostanze, essa manterrà sempre il compito che

¹ Ringrazio per la collaborazione e le utili discussioni sui temi trattati in questa lezione Fabrizio Balassone, Paolo Del Giovane, Stefano Neri e Alessandro Secchi.

Curzio Giannini, un brillante economista della Banca d'Italia prematuramente scomparso dieci anni fa, ha così descritto, con grande preveggenza:

“... la banca centrale, checché ne dicano i suoi detrattori, non ha bisogno di andare a caccia di nuove linee di attività. È il capitalismo che l’ha prodotta, ed è il capitalismo che la verrà ancora a cercare, dovesse ancora perdurare l’attuale ondata di infatuazione nei riguardi delle capacità auto-regolatrici dei mercati finanziari. Un’ondata peraltro che già oggi mostra la corda su molti piani [...] La banca centrale produce un bene impalpabile ma essenziale, come la fiducia, di cui il capitalismo, basato com’è su una piramide di carta, quando non soltanto di poste elettroniche, ha un bisogno enorme. E non bisogna dimenticare che “fiducia” viene da “fede”: non la si può produrre su base meramente contrattuale. E infatti la legittimazione delle banche centrali non viene né dall’attivismo, né dalla capacità di produrre reddito, né, se non in un senso molto indiretto, dall’efficienza. [...] Viene [...] dalla competenza, dalla moderazione, dall’orientamento al medio-lungo periodo, dal rifiuto di assumere compiti esulanti dai propri ruoli primari. Se vi sarà una prossima fase nello sviluppo del central banking, com’io credo, è da questi valori che potrà scaturire.”²

L’idea che la fiducia è il bene essenziale prodotto dalla banca centrale è il faro da tenere sempre in vista nel valutare l’adeguatezza delle strategie e delle decisioni.

2. La lunga crisi: cause finanziarie e grandi cambiamenti nell’economia globale

Sebbene la crisi scoppiata nell’estate del 2007 sia stata innescata da cause specifiche di natura prettamente finanziaria – in particolare, gli squilibri nel mercato dei mutui *subprime* negli Stati Uniti – per comprendere la velocità e l’intensità con cui si è propagata attraverso i segmenti del mercato non si può non considerare che essa ha avuto luogo in un contesto nel

² C. Giannini, *L’età delle banche centrali*, il Mulino, Bologna, 2004, pp. 460-1.

quale ha operato un insieme assai più ampio di fattori di fragilità³. Negli ultimi venti anni si è verificato un cambiamento di sistema, per molti versi drammatico, i cui elementi principali sono dati dalla piena integrazione degli scambi e dei movimenti internazionali di beni, servizi, capitali e persone in ampie regioni a lungo escluse da tale tendenza; da fondamentali innovazioni tecnologiche, soprattutto nel campo dell'informazione e delle comunicazioni; dal maturare di fattori demografici che hanno determinato un progressivo invecchiamento della popolazione, in particolare nei paesi avanzati.

Negli Stati Uniti, un eccessivo grado di fiducia nei benefici che la rivoluzione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione avrebbe determinato per la crescita di lungo termine e il conseguente eccessivo aumento dei prezzi delle attività finanziarie hanno compresso la propensione al risparmio delle famiglie e innalzato l'indebitamento dei consumatori e la domanda di beni, in particolare importati. All'aumento dei consumi, assecondato dalle politiche monetaria e di bilancio, ha fatto riscontro la crescita delle esportazioni dei paesi emergenti, in particolare quelli asiatici e quelli esportatori di petrolio, le cui valute sono state mantenute a lungo in linea con il dollaro. Il forte accumulo di riserve internazionali ha di fatto finanziato le politiche economiche accomodanti negli Stati Uniti e favorito il forte calo dei tassi di interesse a livello globale⁴.

In un contesto di ampia disponibilità di liquidità a livello internazionale, i premi per il rischio sono scesi su livelli non coerenti con i fondamentali e i prezzi delle attività finanziarie e reali hanno raggiunto in molti paesi livelli insostenibili⁵. È cresciuta l'offerta di nuovi strumenti finanziari di natura complessa, di cui era arduo comprendere appieno il profilo di

³ Cfr. P. Catte *et al.*, "The role of macroeconomic policies in the global crisis", *Journal of Policy Modeling*, vol. 33(6), novembre-dicembre 2011.

⁴ B. Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, marzo 2005.

⁵ F. Panetta *et al.*, "The recent behaviour of financial market volatility", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 2, agosto 2006.

rischio; è aumentata l'interconnessione tra mercati. Mentre eventuali squilibri finanziari divenivano più difficili da individuare, crescevano i rischi di dinamiche non lineari e imprevedibili: shock avversi provenienti da ambiti locali o da specifici segmenti del settore finanziario acquisivano il potenziale di diffondersi rapidamente a livello globale.

L'accresciuta complessità del sistema finanziario veniva utilizzata come argomento per una maggiore auto-regolamentazione, con l'idea che gli eventuali errori di valutazione sarebbero ricaduti esclusivamente sugli stessi operatori di mercato. Al riguardo continuano a essere di grande attualità le valutazioni di Tommaso Padoa-Schioppa, espresse ben prima dello scoppio della crisi in una lezione del 2002 alla London School of Economics. Pur condividendo l'idea che, in alcune situazioni, gli operatori di mercato possono misurare il rischio a cui sono esposti meglio delle autorità di supervisione, Padoa-Schioppa aveva ben chiara, infatti, la percezione dei rischi insiti in un approccio troppo *“market-friendly”*: *“Autorità di controllo e policy makers hanno molto in comune con gli insegnanti. Il maestro deve essere amico degli studenti – proprio come gli organi di controllo devono essere favorevoli al mercato; ma devono tutti ricordare che, in caso di necessità, si deve esercitare la necessaria disciplina”*⁶.

Rispetto all'attività tradizionale di intermediazione bancaria ha finito per prevalere, in particolare negli Stati Uniti, l'attività di trasformazione dei prestiti in altri prodotti finanziari garantiti dagli stessi crediti, da offrire sul mercato attraverso il cosiddetto *“sistema bancario ombra”*, costituito da una rete di intermediari poco regolamentati, con alto *leverage* e con una esposizione al rischio ben superiore a quella delle banche (Fig. 1).

La deregolamentazione si è scontrata con l'incapacità sia degli operatori di mercato sia delle autorità di valutare appieno i rischi insiti nei nuovi modelli di intermediazione e di

⁶ T. Padoa-Schioppa, *Regole e finanza. Contemperare libertà e rischi*, il Mulino, 2011, pp. 115-6.

tenere conto delle fondamentali “non linearità” degli andamenti economici e dei prezzi delle attività finanziarie. L’innovazione finanziaria che ha caratterizzato i primi anni del ventunesimo secolo è stata sospinta dall’idea che essa permettesse una piena diversificazione del rischio. Ma questa idea era basata sull’ipotesi fallace che l’economia segua sempre percorsi stazionari e che deviazioni dall’equilibrio tendano a essere rapidamente riassorbite, trascurando, inoltre, il fatto che nelle pieghe della regolamentazione possono insinuarsi comportamenti opportunistici da parte degli investitori.

Ad ampliare gli effetti della crisi ha contribuito l’inadeguatezza delle riserve di capitale e di liquidità dei principali operatori di mercato, che chiama in causa le responsabilità dei regolatori, in particolare nei paesi dove le regole sono state meno rigorose. Le diffuse distorsioni nelle politiche di remunerazione e negli schemi di incentivi utilizzati nel settore finanziario hanno anch’esse contribuito a orientare eccessivamente verso risultati di breve termine le strategie degli intermediari.

L’insieme di questi fattori e il ritardo con cui sono emerse le fragilità e le interconnessioni dei mercati finanziari hanno ampliato l’impatto della crisi finanziaria sull’economia reale e la sua persistenza⁷. Negli Stati Uniti la caduta del prodotto interno lordo trimestrale dal picco di fine 2007 al minimo del 2009, pari al 4,7 per cento, è stata la più cospicua dal dopoguerra; nell’area dell’euro nel secondo trimestre del 2009 il PIL era del 5,6 per cento inferiore ai massimi osservati precedentemente al collasso di Lehman Brothers.

Nell’area dell’euro la crisi ha riflesso due fattori: le debolezze di alcuni paesi membri e l’incompletezza della costruzione europea. Le manchevolezze nelle politiche economiche e di bilancio di singoli paesi e i ritardi con cui molte economie si sono adeguate ai cambiamenti

⁷ L’esperienza storica mostra, peraltro, quanto a lungo possano durare crisi finanziarie profonde come quella degli ultimi anni (cfr. K. S. Rogoff e C. M. Reinhart, *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009).

globali – commerciali, tecnologici, demografici – hanno alimentato dubbi sulla sostenibilità dei debiti pubblici (vuoi per i conti in disordine, vuoi per la insufficiente competitività e la bassa crescita che rendono arduo il reperimento delle risorse necessarie per far fronte agli oneri del debito). Le iniziali debolezze nel disegno istituzionale europeo hanno sollevato timori circa l'integrità dell'unione monetaria. In assenza di un'unione politica, la *governance* economica dell'area è stata fondata su regole di bilancio e sul divieto di salvataggio tra paesi membri. Come sottolineato nel 1989 dal rapporto Delors sull'unione economica e monetaria, si riteneva che i mercati finanziari non potessero da soli fornire i giusti incentivi alla conduzione di politiche di bilancio prudenti⁸. Si faceva però affidamento sulle forze di mercato per la convergenza economica tra i paesi membri dell'area. Tuttavia, le regole di bilancio non sono state rispettate e la convergenza economica non si è materializzata.

I mercati finanziari si sono comportati come temuto: nonostante il divieto di interventi di salvataggio dei paesi membri, per anni hanno sottostimato i rischi sovrani (i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato si erano praticamente azzerati all'interno dell'area), per poi sopravvalutarli repentinamente, portandoli su livelli eccessivamente elevati in relazione ai fondamentali economici. Dopo lo scoppio della crisi finanziaria negli Stati Uniti e la gravissima recessione globale del 2008-9, la dinamica insostenibile dei conti pubblici in Grecia e la bolla immobiliare e i conseguenti dissesti bancari in Irlanda hanno prodotto tensioni che, in assenza di meccanismi per la gestione delle crisi, si sono poi estese ai paesi più deboli dell'area dell'euro, caratterizzati da eccessivo indebitamento, pubblico o privato, squilibrio dei conti con l'estero, scarsa competitività e bassa crescita economica. Ne è risultata una gravissima crisi di fiducia, con pesanti conseguenze sull'economia reale di singoli paesi e dell'area nel suo complesso. Le misure di risanamento finanziario e di consolidamento dei

⁸ “I vincoli imposti dalle forze di mercato possono essere troppo lenti e deboli, oppure troppo repentini e travolgenti”, in *Rapporto sull'unione economica e monetaria nella Comunità europea*, a cura del Comitato per lo studio dell'unione economica e monetaria delle Comunità europee, Bruxelles, 1989, p. 20.

bilanci pubblici – nell’ambito di programmi di sostegno ai paesi in difficoltà che hanno visto la partecipazione del Fondo monetario internazionale – non hanno potuto contrastare l’aggravarsi della crisi e una conseguente forte divaricazione tra i rendimenti dei titoli di Stato dei diversi paesi (Fig. 2).

Nel complesso, nonostante l’adozione di misure monetarie – che analizzerò nel paragrafo che segue – e interventi di sostegno pubblico senza precedenti, a tutt’oggi nelle maggiori economie mondiali l’attività produttiva non si è ancora riportata in linea con le traiettorie degli anni precedenti la crisi (Fig. 3). Nell’area dell’euro le tensioni sono andate allentandosi solo negli ultimi mesi, riflettendo l’operare congiunto delle misure adottate a livello nazionale e comunitario e le iniziative messe in atto dalla BCE. Sono ancora in corso di risoluzione i gravi problemi di finanza pubblica che frenano il miglioramento delle condizioni economiche negli Stati Uniti.

3. *La politica monetaria durante la crisi*

Nel corso degli ultimi anni le principali banche centrali hanno fatto ampio ricorso agli strumenti a propria disposizione. I tassi di interesse ufficiali sono stati portati a livelli prossimi allo zero. Su entrambe le sponde dell’Atlantico, alle misure tradizionali basate sulla manovra dei tassi di interesse sono state affiancate misure “non convenzionali” volte a preservare l’efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La loro specifica formulazione ha riflesso il diverso peso relativo dei mercati e dei sistemi bancari nel finanziamento delle rispettive economie. Negli Stati Uniti ingenti interventi nel mercato dei titoli pubblici e di quelli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui ipotecari (*mortgage-backed securities*, MBS) hanno mirato a ridurre i rendimenti a lungo termine e il costo dei mutui e del capitale per le imprese (*quantitative easing*).

Nel Regno Unito, il Monetary Policy Committee della Banca d'Inghilterra ha autorizzato l'acquisto di titoli, principalmente del debito pubblico britannico ma anche di emittenti privati con rating elevato, con l'obiettivo di stimolare la domanda aggregata e di migliorare le condizioni di liquidità in alcuni segmenti del mercato del credito. Più recentemente, con il programma *Funding for Lending* la Banca d'Inghilterra ha offerto alle banche la possibilità di ottenere liquidità a condizioni tanto più favorevoli quanto maggiore è il credito erogato a imprese e famiglie.

Nell'area dell'euro l'introduzione di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*longer-term refinancing operations*, LTRO) con durata triennale, l'ampliamento della gamma di attività stanziabili a garanzia presso la banca centrale e, da ultimo, l'annuncio delle "operazioni definitive monetarie" (*outright monetary transactions*, OMT) hanno scongiurato una crisi di raccolta delle banche (in particolare sui mercati all'ingrosso) e contrastato l'eterogeneità nella trasmissione della politica monetaria derivante dalla crisi dei debiti sovrani. Gli interventi si sono riflessi in un forte aumento della dimensione del bilancio dell'Eurosistema che dall'estate del 2008 a oggi è raddoppiato. Nello stesso periodo le attività della Banca d'Inghilterra e della Riserva Federale sono aumentate, rispettivamente, di oltre il 300 e il 200 per cento (Fig. 4).

La crisi dei debiti sovrani, avviatasi nella primavera del 2010, si aggravava e si estendeva alla Spagna e all'Italia dall'estate del 2011, dopo l'annuncio del coinvolgimento degli investitori privati nella soluzione della crisi del debito sovrano della Grecia (PSI: *private sector involvement*, Fig. 2). Le tensioni si sono abbattute di volta in volta su specifici segmenti di mercato, accrescendo la frammentazione del sistema finanziario lungo linee nazionali. Il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici decennali italiani e tedeschi, che nel primo semestre del 2011 era rimasto quasi sempre al di sotto dei 200 punti base, raggiungeva i 550 punti in novembre. Nel

secondo semestre sia in Italia sia negli altri paesi colpiti dalle tensioni peggioravano bruscamente le condizioni di provvista all'ingrosso delle banche, il cui merito di credito veniva di fatto assimilato a quello dei rispettivi prenditori pubblici. Si riduceva drasticamente la raccolta ottenuta dai nostri intermediari sotto forma di carta commerciale, di certificati di deposito, di prestiti interbancari. Si inaridiva la raccolta obbligazionaria, soprattutto quella non garantita; suscitava forti timori l'elevato ammontare di titoli in scadenza nella prima parte del 2012.

Le difficoltà di raccolta delle banche si sono ripercosse sulle condizioni di offerta di credito, che si sono divaricate all'interno dell'area. In Italia nel dicembre del 2011 si registrava una contrazione del credito alle imprese assai pronunciata, dell'ordine di 20 miliardi; i tassi sui prestiti bancari a breve termine alle imprese, che prima dell'estate erano in linea con i livelli osservati in Germania e nella media dell'area, li superavano rispettivamente di 1,0 e 0,7 punti percentuali⁹. L'aumento del costo della raccolta e la riduzione della disponibilità di fondi rischiavano di trasferirsi pesantemente sulle condizioni di finanziamento dell'economia reale. La dispersione dei tassi bancari all'interno dell'area diveniva tale da compromettere la stessa trasmissione degli interventi di politica monetaria (Fig. 5).

Le due LTRO a tre anni e l'ampliamento delle attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento decisi dal Consiglio direttivo della BCE nel dicembre del 2011 hanno evitato una crisi di liquidità sistemica, che avrebbe inevitabilmente determinato una profonda restrizione del credito, con gravi conseguenze per l'economia reale. I fondi immessi nel sistema con le due operazioni hanno superato, nel complesso dell'area, 500 miliardi al netto degli importi in scadenza; quelli ottenuti dagli intermediari operanti in Italia sono stati pari a 140 miliardi. Le banche hanno impiegato la liquidità ottenuta dalla banca centrale per sostituire i finanziamenti in scadenza, impossibili da rinnovare sui

⁹ Sulla relazione tra tensioni sui debiti sovrani, condizioni di raccolta delle banche e costo del credito all'economia cfr. U. Albertazzi *et al.*, "The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 133, settembre 2012.

mercati. Hanno altresì effettuato investimenti finanziari a breve termine, soprattutto in titoli di Stato, in previsione delle ulteriori, successive scadenze di passività. L'ingente immissione di liquidità ha preservato l'integrità del sistema finanziario, arrestando la tendenza alla segmentazione dei mercati lungo linee nazionali. I premi sui contratti per la copertura del rischio di credito (*credit default swaps*, CDS) relativi alle banche italiane e di altri paesi si sono ridimensionati. Tra la data della prima delle due LTRO (21 dicembre 2011) e la fine di marzo del 2012, i premi medi sui CDS delle principali banche dell'area sono scesi di circa 90 punti base; il differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e il rendimento dei contratti swap sul tasso Eonia di pari durata (un indicatore della rischiosità delle banche) è sceso di circa 50 punti base, a 40¹⁰.

La valutazione dell'effetto delle LTRO sull'offerta di credito è complessa, sia per l'impossibilità di osservare il "controfattuale" (lo scenario macroeconomico e finanziario che si sarebbe verosimilmente realizzato se la BCE non avesse adottato quelle misure) sia perché l'andamento degli impieghi nell'ultimo anno ha anche fortemente risentito della debolezza della domanda, a sua volta legata alla congiuntura negativa. L'indagine sul credito bancario dell'Eurosistema mostra tuttavia che la restrizione nell'offerta di credito bancario indotta dalle difficoltà di raccolta, alla base delle eccezionali tensioni registrate alla fine del 2011, si è considerevolmente attenuata nel corso del 2012. Le residue tensioni nell'offerta di prestiti riflettono oggi fattori diversi, quali l'accresciuta rischiosità dei prenditori e il deterioramento della qualità degli attivi. Senza l'intervento della BCE la contrazione del credito sarebbe stata ben più profonda di quella osservata.

I differenziali tra i rendimenti sovrani nell'area dell'euro rimanevano elevati. Quello tra i BTP e i Bund decennali risaliva poco al di sopra dei 500 punti base nel luglio del 2012. I

¹⁰ Cfr. il riquadro "Gli effetti delle operazioni di rifinanziamento a tre anni", Bollettino Economico, n. 68, Banca d'Italia, aprile 2012.

divari riflettevano per ciascun paese due componenti, una “nazionale” e una “europea”, a loro volta connesse con i due fattori all’origine della crisi: da un lato, le debolezze delle singole economie e delle rispettive finanze pubbliche (il “rischio di sostenibilità”), dall’altro lato, l’incompletezza del disegno istituzionale dell’area e i conseguenti timori di rottura dell’unione monetaria (il cosiddetto “rischio di ridenominazione”). Per l’Italia, stimiamo che il differenziale coerente con la prima componente fosse allora poco superiore ai 200 punti base (Tav. 1)¹¹.

Le politiche di bilancio e le riforme strutturali a sostegno della competitività sono lo strumento per rimuovere le fragilità all’origine della componente “nazionale” dei differenziali di rendimento tra titoli sovrani. Il rafforzamento della *governance* economica europea, nella prospettiva di una più completa unione economica e monetaria, è lo strumento per eliminare le debolezze che alimentano i timori sul futuro della moneta unica. I tempi che intercorrono tra l’ideazione, la realizzazione e i primi effetti delle riforme possono essere lunghi. Le distorsioni che nel frattempo permangono sui mercati finanziari possono impedire la corretta trasmissione della politica monetaria, mettendo in pericolo l’intero processo.

Il Consiglio direttivo della BCE ha riconosciuto questi pericoli e ha annunciato, nell’agosto dello scorso anno, nuove modalità di intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato (le OMT). L’annuncio ha seguito la decisione dell’Euro Summit del 29 giugno¹² e un importante discorso del Presidente della BCE a fine luglio¹³; in settembre è stato definito con precisione lo schema di intervento. Ne è conseguita una decisa riduzione del rischio di

¹¹ A. Di Cesare *et al.*, “Stime recenti dei premi per il rischio sovrano di alcuni paesi dell’area dell’euro”, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, n. 128, settembre 2012.

¹² La decisione riguardava l’utilizzo “efficiente e flessibile” dei meccanismi di sostegno finanziario a favore dei paesi che rispettano gli impegni assunti a livello europeo e la possibilità di utilizzare tali meccanismi per la ricapitalizzazione diretta delle banche, una volta stabilito un meccanismo di supervisione unico; cfr. Euro area summit statement, Bruxelles, 29 giugno 2012.

¹³ M. Draghi, intervento alla Global Investment Conference, Londra, 26 luglio 2012.

ridenominazione e un'attenuazione della frammentazione dei mercati lungo linee nazionali¹⁴. Ne sono testimonianza i rinnovati segnali di interesse per i titoli di Stato italiani da parte di investitori stranieri e la riduzione dei differenziali tra i rendimenti dei sovrani dei paesi colpiti dalla crisi e quelli dei corrispondenti titoli tedeschi. Per l'Italia, sulla scadenza decennale, lo spread si è quasi dimezzato, scendendo intorno ai 260 punti base (Fig. 6). Ulteriori riduzioni potranno derivare dal pieno dispiegarsi delle riforme nazionali. Alla forte riduzione del rischio di ridenominazione hanno contribuito altresì, nello scorcio dell'anno, i progressi nella *governance* europea e gli accordi sul programma di assistenza alla Grecia.

Nella soluzione della crisi dei debiti sovrani nell'area dell'euro gli obiettivi, e gli strumenti con cui perseguirli, non sono indipendenti: i timori sulla reversibilità dell'euro sono legati a quelli circa la sostenibilità dei debiti pubblici dei paesi membri. Per questo l'attivazione delle OMT e il loro proseguimento sono condizionati a impegni precisi in termini di finanza pubblica e di riforme strutturali nell'ambito di programmi di assistenza. Altre importanti caratteristiche differenziano i nuovi interventi dal precedente *Securities Market Programme* (avviato nella primavera del 2010 nell'ambito delle risposte alla crisi del debito sovrano della Grecia, successivamente esteso agli altri paesi colpiti dalle tensioni, e a cui è stata posta fine contestualmente all'introduzione delle OMT): l'assenza di limiti temporali e quantitativi, il fatto che l'Eurosistema non sarà considerato un creditore privilegiato, una maggiore trasparenza. Il finanziamento dei programmi con le risorse comuni dello *European Stability Mechanism* è un incentivo a proseguire nel rafforzamento della *governance* dell'Unione, indispensabile a ridurre stabilmente la componente "europea" dei differenziali.

¹⁴ Cfr. il riquadro "Le operazioni definitive monetarie della BCE", Bollettino Economico, n. 70, Banca d'Italia, ottobre 2012.

4. Nuovi obiettivi e strategie per la politica monetaria?

La crisi ha avviato una riflessione sulle strategie di politica monetaria che in precedenza avevano costituito il cosiddetto “Jackson Hole consensus”¹⁵. L’idea di poter intervenire solo dopo lo scoppio di una bolla finanziaria, che aveva ispirato le politiche seguite in risposta alle crisi finanziarie della seconda parte degli anni novanta e del principio del nuovo secolo, ha mostrato i suoi limiti nella crisi recente. Strategie caratterizzate da lunghi periodi di condizioni monetarie accomodanti possono incoraggiare il sistema finanziario ad assumere rischi eccessivi, gettando le basi per l’emergere di nuovi squilibri¹⁶.

Le interconnessioni tra la stabilità macroeconomica e quella finanziaria si sono rivelate più strette di quanto si pensasse in precedenza¹⁷. Anche in un contesto di stabilità macroeconomica possono svilupparsi squilibri finanziari in grado, se non individuati e arginati tempestivamente, di svilupparsi e di mettere a repentaglio la crescita economica e la stabilità dei prezzi.

È emersa la consapevolezza che le economie possono essere caratterizzate da una molteplicità di equilibri, non necessariamente stabili. I cambiamenti di regime possono risultare più frequenti, repentini e costosi di quanto si pensasse in passato. In questo contesto, la banca centrale può utilmente intervenire al fine di contribuire a orientare le aspettative e i comportamenti degli operatori privati verso l’equilibrio più efficiente.

¹⁵ Cfr., ad esempio, C. Bean *et al.*, “Monetary policy after the fall”, Federal Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, 2010.

¹⁶ C. Borio e H. Zhu. “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?”, BIS Working Papers, n. 268, dicembre 2008; T. Adrian e H. Shin, “Financial intermediaries and monetary economics”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n. 398, ottobre 2009; F. Panetta *et al.*, “Financial sector pro-cyclicality: lessons from the crisis”, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, n. 44, aprile 2009.

¹⁷ P. Angelini, S. Neri e F. Panetta, “Monetary and macroprudential policies”, Banca d’Italia, Temi di discussione, n. 801, marzo 2011; P. Angelini, S. Nicoletti-Altimari e I. Visco, “Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs”, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, n. 140, novembre 2012.

La complementarità tra stabilità macroeconomica e stabilità finanziaria, e quella tra gli strumenti per perseguirle, suggerisce che la banca centrale può avere un ruolo nel raggiungimento di entrambi gli obiettivi. La politica monetaria influenza variabili – quali i prezzi delle attività finanziarie e l’offerta di credito all’economia – il cui andamento è cruciale per la stabilità sia macroeconomica, sia finanziaria. La politica “macroprudenziale”, incidendo sul comportamento del sistema finanziario, può a sua volta influenzare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

D’altronde, la creazione di liquidità da parte della banca centrale non deve dar luogo all’assunzione di rischi eccessivi da parte degli intermediari privati e a un rilassamento della disciplina di bilancio da parte del settore pubblico. Ne discende l’opportunità di circoscrivere gli obiettivi della banca centrale. L’assegnazione all’autorità monetaria del solo compito di garantire la stabilità dei prezzi ne è un esempio. Nel definire i confini dell’attività dell’autorità monetaria va comunque tenuto presente il rischio che l’instabilità finanziaria possa mettere a repentaglio la stabilità monetaria. È necessario ampliare e rendere più precise le informazioni utilizzate dalla banca centrale per valutare i rischi per la stabilità finanziaria e per reagire con misure adeguate, quali quelle etichettate oggi come “non convenzionali”. Lo scambio di informazioni e il coordinamento tra autorità monetarie e autorità macroprudenziali sono cruciali per contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi e quelli sistemici per la stabilità finanziaria.

Le misure non convenzionali adottate o annunciate dalla BCE (quali ad esempio le LTRO e le OMT) sono state essenziali per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, l’obiettivo primario della politica monetaria nell’area dell’euro. Rientrano pienamente nel mandato della BCE. Il successo e la credibilità della sua politica monetaria sono confermati dal saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell’area.

Altrettanto complesso è tenere conto delle possibili tensioni tra il mantenimento della stabilità dei prezzi e il sostegno dell'occupazione e della crescita economica. Sebbene questo *trade-off* non sia in linea teorica presente nell'equilibrio di lungo periodo di un sistema economico, così non è nella fase di transizione verso di esso. Inoltre, l'equilibrio di lungo periodo può non essere unico, né stabile.

Possono essere interpretati alla luce di queste considerazioni gli ingenti acquisti di titoli pubblici e di MBS da parte della Riserva Federale (la cui consistenza nel bilancio, pari a circa 800 miliardi di dollari prima della crisi, è giunta, all'inizio dello scorso gennaio, a circa 2.700) volti a contrastare, mediante la riduzione dei rendimenti a lungo termine sui titoli pubblici e del costo del credito, i rischi di isteresi nel mercato del lavoro e le conseguenze che essa potrebbe avere sulla crescita di lungo periodo. Analogamente, le recenti modifiche nella comunicazione della Riserva Federale sono volte a influenzare le aspettative degli agenti sull'orientamento futuro della politica monetaria, con l'obiettivo ultimo di favorire il calo della disoccupazione tollerando, in un contesto di ancoraggio delle attese di inflazione di lungo termine, deviazioni temporanee delle proiezioni del tasso di inflazione della banca centrale dall'obiettivo di stabilità dei prezzi¹⁸.

La possibilità di sfruttare l'eventuale *trade-off* di breve periodo tra stabilità dei prezzi e sostegno all'occupazione dipende, tuttavia, dall'informazione a disposizione dell'autorità monetaria. Non è comunque possibile sostenere la crescita reale e l'occupazione solo o prevalentemente con interventi di natura monetaria o finanziaria.

Nell'insieme, queste considerazioni spiegano perché quella del banchiere centrale non è solo (o tanto) una scienza ma anche in buona misura un'arte¹⁹. Pur senza prescindere dalla

¹⁸ Cfr. Federal Open Market Committee, Comunicato ufficiale sulle decisioni di politica monetaria, 12 dicembre 2012.

¹⁹ "If the subject of central banking is classed as an art and not as a science, it is not for that reason any the less scientific. The art of central banking is practical in that it teaches how to use a power of influencing events. It

necessità di fondarsi su analisi tecniche e quantitative ampie e approfondite, rilevano intuito, pragmatismo e capacità di comprendere le determinanti fondamentali delle dinamiche economiche e dei mercati e di scegliere di volta in volta gli strumenti di intervento più appropriati, con la consapevolezza che non ci sono analisi e rimedi validi in tutte le stagioni.

Per questa ragione è importante che, pur prevedendo adeguati presidi a garanzia della correttezza del loro operato, alle banche centrali non vengano “legate le mani”. L’assenza di regole troppo stringenti ha consentito di adottare le misure necessarie per contrastare la crisi, evitare conseguenze più gravi sull’attività economica e garantire la stabilità dei prezzi. La capacità di adeguare alle circostanze la dimensione e lo scopo degli interventi di politica monetaria è stata essenziale per evitare scenari distruttivi e ripristinare la fiducia, il bene essenziale prodotto dalle banche centrali. Tale flessibilità sarà essenziale anche in futuro per la definizione delle strategie di uscita dalle misure eccezionali di politica monetaria oggi adottate.

5. Conclusioni

L’uscita dalla crisi nell’area dell’euro non potrà derivare da azioni isolate di singole autorità di politica economica. In particolare, la politica monetaria non potrà da sola garantire la stabilità finanziaria dell’area in mancanza di soluzioni, a livello nazionale ed europeo, ai problemi all’origine della crisi dei debiti sovrani.

La fragilità delle finanze pubbliche di alcuni paesi europei è il risultato di politiche di bilancio a lungo imprudenti, di una colpevole sottovalutazione delle conseguenze di ampie, protratte perdite di competitività. Nel 2007, a quasi un decennio dall’avvio della moneta unica,

is concerned, not merely with the relation of cause to effect, but with the relation of means to end”, R. C. Hawtrey, *The art of central banking*, Frank Cass & Co. Limited, 1932, p. vi. Cfr. anche A. Blinder, “What central bankers can learn from academics—and vice-versa”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11:2, 1997.

solo pochi paesi registravano saldi di bilancio strutturali vicini al pareggio. Sulla base dei prezzi alla produzione le perdite di competitività registrate tra il 1999 e il 2008 nelle economie più colpite dalla crisi recente vanno dai 7 punti percentuali dell'Italia ai circa 14 dell'Irlanda e della Spagna, ai 18 della Grecia, fino ai 22 del Portogallo. Queste perdite sono per la maggior parte il risultato della deludente performance della produttività nel contesto dei grandi cambiamenti globali sopra richiamati.

Gli accordi raggiunti nel corso dell'ultimo biennio non hanno introdotto obiettivi di bilancio più restrittivi di quelli preesistenti; hanno reso cogenti gli impegni presi in passato. La nuova *governance* europea ha accresciuto l'automatismo sia dei controlli di coerenza tra le politiche e gli obiettivi già presenti nel Patto di Stabilità e Crescita, sia delle eventuali sanzioni; ha chiesto ai paesi di fare propri tali obiettivi dandone formale riconoscimento nella legislazione nazionale.

Le critiche secondo cui la cosiddetta regola del debito imporrebbe un orientamento permanentemente restrittivo alla politica di bilancio sono infondate. La regola, che prescrive una riduzione media annua del rapporto tra il debito e il prodotto pari a un ventesimo dell'eccesso rispetto alla soglia del 60 per cento, è il riferimento operativo per l'applicazione di una prescrizione già presente nel Trattato di Maastricht. Essa non impone obiettivi di bilancio più ambiziosi del pareggio strutturale (ossia al netto degli effetti del ciclo economico e di misure transitorie). Il soddisfacimento di quest'ultimo vincolo garantisce la sostanziale invarianza del debito in termini nominali; in tali condizioni, per l'Italia, una crescita annua del PIL nominale lievemente inferiore al 3 per cento sarebbe sufficiente a garantire la riduzione del rapporto tra debito e prodotto richiesta dalla "nuova" regola (Fig. 7). Poiché tale riduzione viene valutata in media su un triennio, non in ciascun anno, nelle fasi sfavorevoli del ciclo economico sono possibili disavanzi, da compensare con surplus nelle fasi favorevoli.

A livello europeo, occorre continuare ad accrescere il coordinamento delle politiche economiche e strutturali e gli incentivi alle riforme, passare da una gestione di tipo intergovernativo basata sulla *peer review* delle politiche nazionali all'elaborazione di vere e proprie politiche comuni. È necessario proseguire con decisione nel cammino che porta a una piena unione monetaria, bancaria, di bilancio e, in prospettiva, politica.

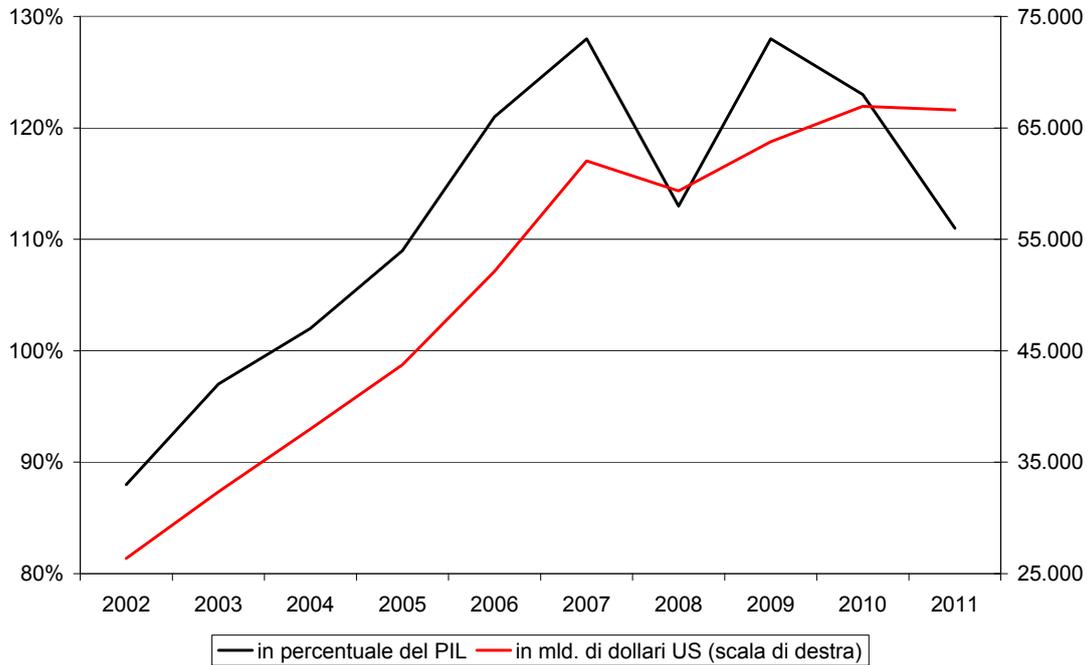
La BCE ha dimostrato di essere pronta ad accompagnare questo cammino, continuando a “produrre la fiducia” necessaria. Le decisioni sin qui prese, in particolare quella relativa alle OMT, hanno contribuito a dissipare il diffuso pessimismo sull'integrità dell'unione monetaria; hanno rafforzato la capacità della banca centrale di orientare le aspettative e i comportamenti nei mercati verso un equilibrio coerente con i fondamentali dell'economia dell'area.

L'economia italiana è ancora in recessione. Nel quadro macroeconomico presentato nel Bollettino economico della Banca d'Italia pubblicato oggi, il PIL dell'Italia sarebbe sceso di poco più del 2 per cento nel 2012. Nell'estate del 2011, prima che la crisi dei debiti sovrani si estendesse al nostro Paese, si prevedeva una crescita di circa un punto. La differenza riflette gli effetti diretti delle manovre di risanamento dei conti pubblici, quelli esercitati sul costo e sulla disponibilità del credito per il settore privato dalla crisi finanziaria (peraltro arginata dalla politica di bilancio e dalle riforme strutturali), il rallentamento del commercio internazionale, l'aumento dell'incertezza e il connesso calo della fiducia.

Anche quest'anno sarà un anno difficile. Stimiamo che il prodotto possa ridursi in media dell'1,0 per cento. La recessione potrebbe avere fine nella seconda parte del 2013. Ma, al di là della congiuntura sfavorevole, il nostro paese deve saper trovare le motivazioni e gli incentivi per affrontare con decisione il problema della crescita. Guadagni di competitività possono essere solo il risultato di un impegnativo ma imprescindibile disegno organico di

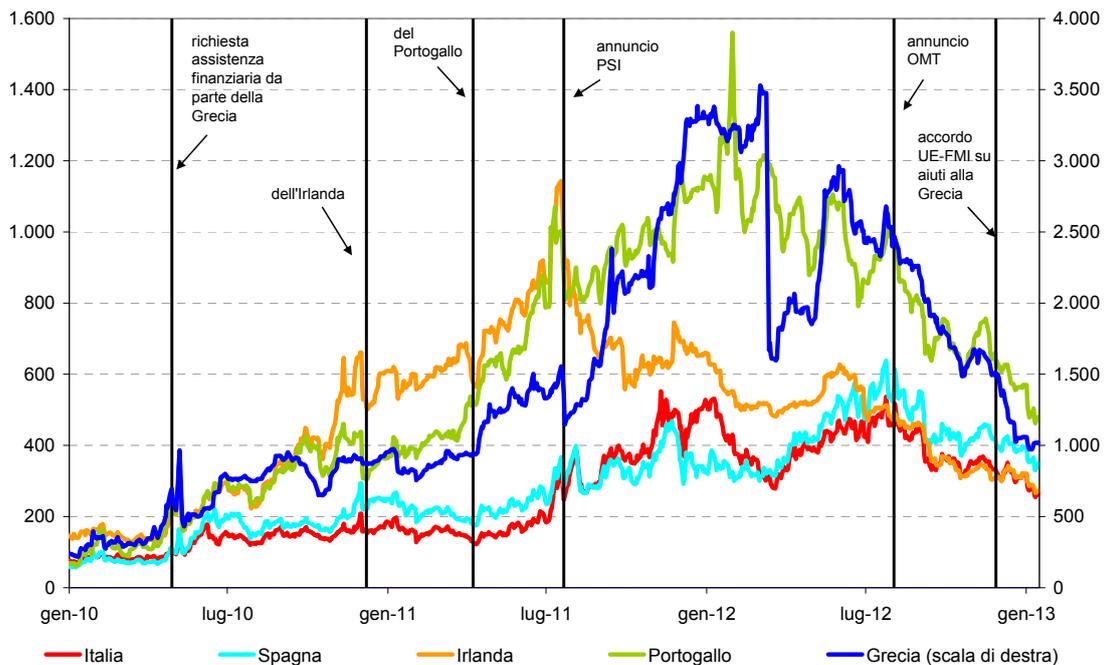
riforma. I suoi punti fondanti sono da tempo oggetto di attenzione: dalle liberalizzazioni nell'accesso ai mercati al loro migliore funzionamento e al sostegno dell'accumulazione di capitale umano e fisico, dal miglioramento della qualità dei servizi pubblici alla riduzione degli ostacoli burocratici, dal contrasto all'evasione fiscale e alla corruzione a una maggiore efficienza della giustizia civile. La crescita della produttività dipende da un progresso netto in tutte queste componenti. L'equilibrio dei conti pubblici, che non esclude ricomposizioni nelle principali poste di bilancio, è la preconditione per il successo: l'incertezza delle condizioni sui mercati finanziari legata alle tensioni sui debiti sovrani riduce la fiducia, disincentiva l'investimento e l'innovazione.

Figura 1: Attività di bilancio degli intermediari finanziari non bancari
(dati annuali)



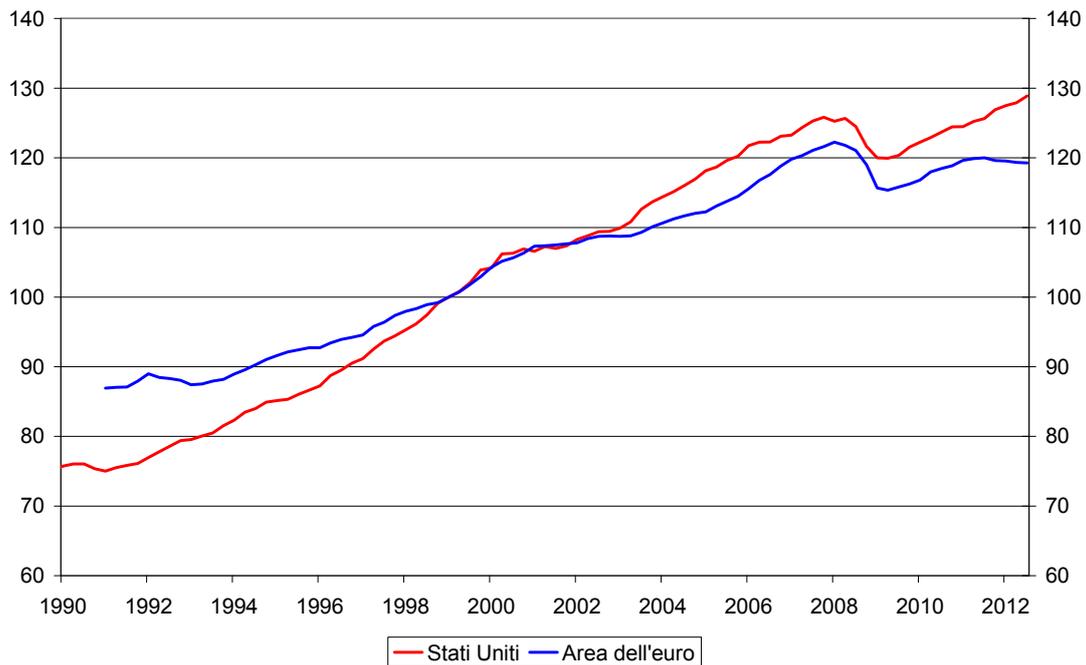
Fonte: Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012. Note: include le attività detenute dagli intermediari finanziari non-bancari di Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cile, Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Giappone, Corea, Messico, Russia, Arabia Saudita, Singapore, Sud Africa, Svizzera, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti e dell'area dell'euro.

Figura 2: Differenziali di rendimento sui titoli di Stato
(punti base; dati giornalieri)



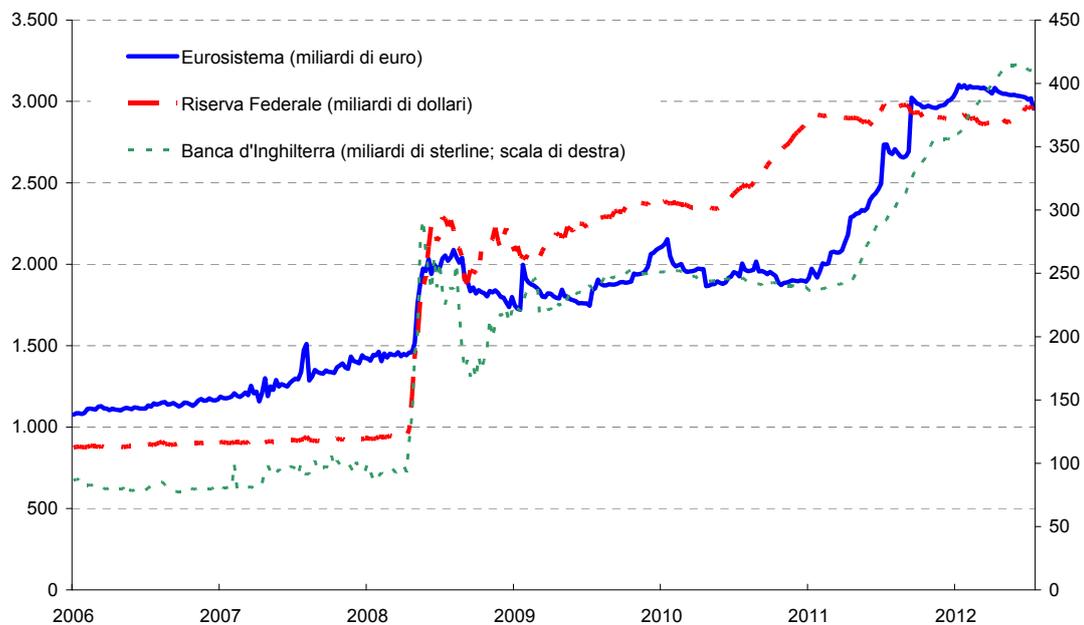
Fonte: Bloomberg. Note: differenziali tra i rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni dei paesi indicati in legenda e quelli tedeschi.

Figura 3: Prodotto interno lordo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti
 (prodotto interno lordo reale, numero indice, base 100 nel primo trimestre del 1999; dati trimestrali)



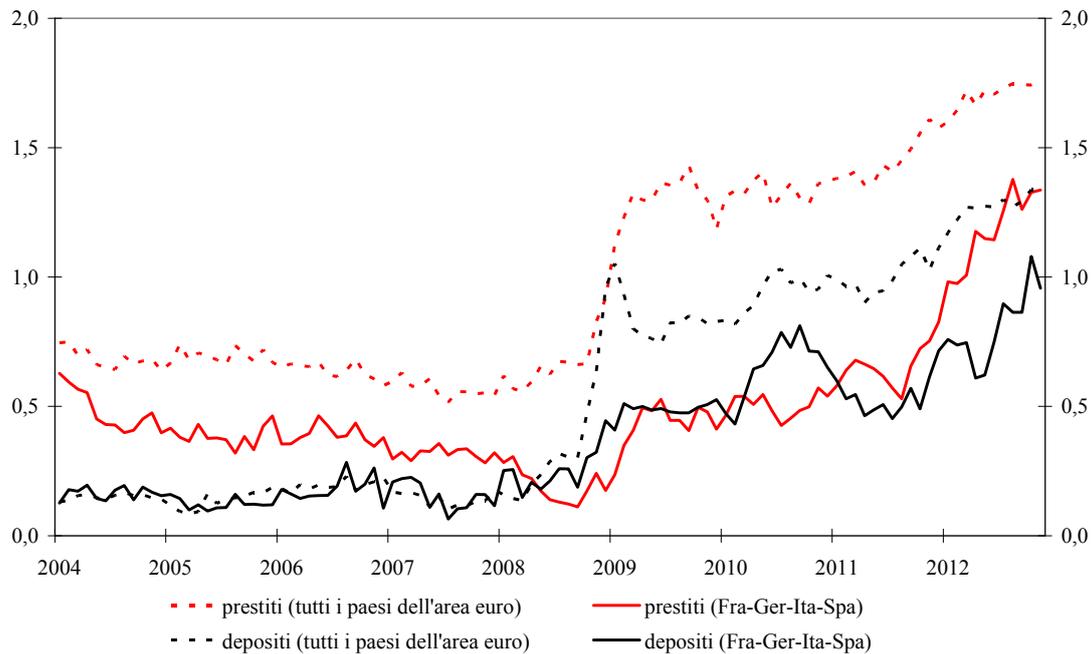
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Bureau of Economic Analysis.

Figura 4: Dimensione del bilancio dell'Eurosistema, della Riserva Federale e della Banca d'Inghilterra
 (dati settimanali)



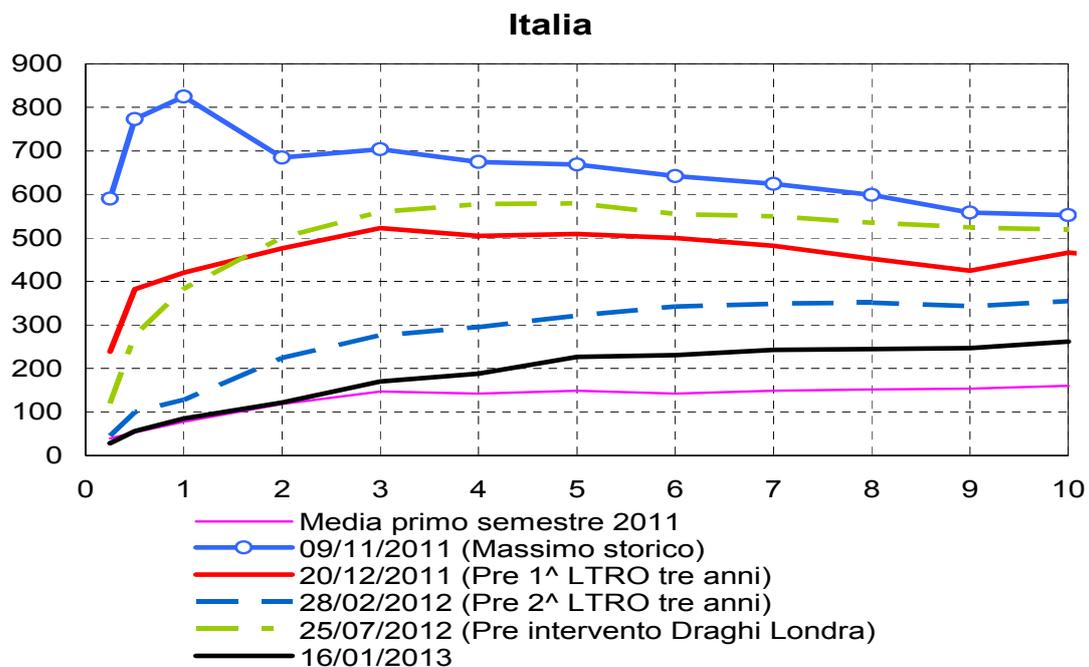
Fonte: Banca centrale europea, Riserva Federale e Banca d'Inghilterra: attività totali.

Figura 5: Tassi di interesse bancari nell'area dell'euro: dispersione tra paesi (1)
(valori percentuali; dati mensili)



Fonte: BCE. Note: prestiti: tassi sui nuovi prestiti a imprese, di importo fino a un milione di euro e scadenza fino a un anno; depositi: tassi sui nuovi depositi di imprese e famiglie con scadenza predeterminata e fino a un anno. (1) deviazione standard dei tassi dei paesi indicati nella legenda.

Figura 6: Differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi: struttura per scadenza
(punti base; dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg. Note: differenziali di rendimento relativi alle scadenze annuali indicate sull'asse delle ascisse.

Figura 7: Rapporto tra debito pubblico e prodotto: evoluzione coerente con il pareggio strutturale e con il rispetto della “regola del debito”
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati della Nota di Aggiornamento al DEF 2012. Note: Il rapporto debito/PIL per gli anni 2012 e 2013 è quello indicato nel più recente quadro programmatico di finanza pubblica. Per gli anni successivi: a) per la “Regola del debito” è stato considerato il massimo livello di indebitamento netto (in rapporto al PIL) compatibile con il criterio del debito attualmente in vigore nella parte correttiva del Patto di stabilità e crescita; b) per il “Pareggio di bilancio strutturale” è stato assunto il raggiungimento di tale obiettivo dal 2013. Il tasso di crescita del PIL nominale è pari a quello delle più recenti stime ufficiali fino al 2015, successivamente è pari al 3 per cento.

Differenziali tra i rendimenti dei BTP e quelli dei Bund tedeschi di pari scadenza e stima del valore coerente con i fondamentali macroeconomici
(punti base; dati mensili medi)

	durata:		
	2 anni	5 anni	10 anni
Valore stimato (giugno 2012) (1)	128	187	214
Valore effettivo (giugno 2012)	414	493	449
Valore corrente (al 16 gen. 2013)	122	227	262

Fonte: Elaborazioni su dati Bloomberg. Note: (1) Media delle stime dei valori coerenti con i fondamentali economici ottenute con diversi modelli; elaborazioni basate su Di Cesare *et al.*, “Stime recenti dei premi per il rischio sovrano di alcuni paesi dell’area dell’euro”, Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza, n. 128, settembre 2012.