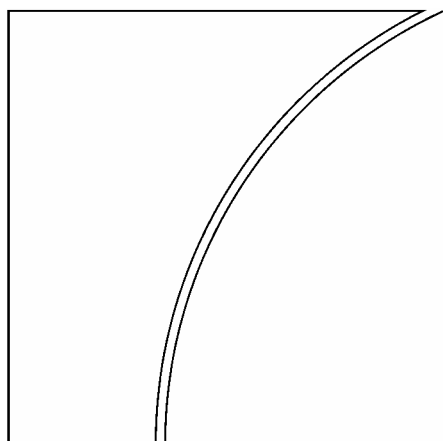




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

## Discorso del Direttore generale

Discorso di Malcolm D. Knight  
Direttore generale della BRI



Basilea, 26 giugno 2006



# Discorso di Malcolm D. Knight

Direttore generale della BRI

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca Basilea, 26 giugno 2006

Signore, Signori,

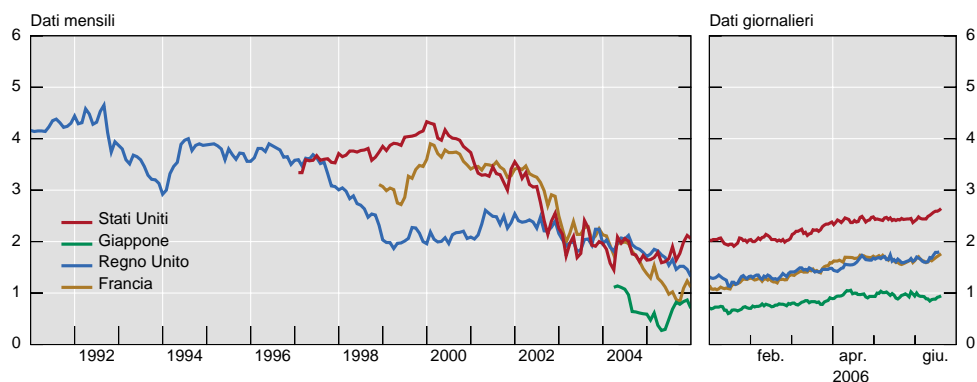
abbiamo motivo di essere ampiamente soddisfatti dei risultati economici degli ultimi dodici mesi. Nel 2005 l'economia mondiale è cresciuta molto più rapidamente di quanto si prevedesse lo scorso anno di questi tempi, e l'inflazione è rimasta bassa nonostante i forti rincari del petrolio. La maggior parte degli analisti si attende risultati altrettanto favorevoli per il 2006. E, almeno fino a epoca recente, sui mercati finanziari è prevalsa una notevole calma.

Nelle ultime settimane, tuttavia, si è assistito a un aumento della volatilità nelle piazze finanziarie di tutto il mondo. I tassi di interesse reali a lungo termine, sui quali è incentrata per molti versi la determinazione del prezzo delle attività sia reali sia finanziarie, sembrano infine aver registrato un rialzo persistente, seppur moderato. In taluni mercati gli indici azionari sono scesi di oltre il 20% dai massimi precedentemente toccati quest'anno. Le contrattazioni in alcuni strumenti sono state intense, e più di un investitore ha subito perdite rilevanti; ma il sistema finanziario ha finora dato prova di buona tenuta di fronte al significativo cambiamento nel clima di mercato.

Nondimeno, il contesto finanziario è mutato. Al fine di comprendere le possibili implicazioni per le banche centrali, è utile fare un passo indietro e analizzare i nessi tra crescita e andamenti dei mercati finanziari nel corso degli ultimi anni.

I tassi di interesse reali hanno seguito una tendenza decrescente fin dagli ultimi anni novanta. Il grafico 1 riporta la dinamica dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate in alcune importanti valute. È sorprendente che il calo iniziato verso la fine dello scorso decennio sia proseguito nel 2004 e nel 2005, malgrado la pronunciata accelerazione della crescita mondiale. Negli Stati Uniti e in gran parte dell'Europa i tassi reali sono scesi all'1-2%, un livello estremamente basso rispetto ai parametri storici. Sebbene vi abbia concorso anche un periodo eccezionalmente lungo di distensione monetaria, questa pare essere una tendenza secolare, internazionale e indotta dal mercato; in quanto tale, essa resta di difficile comprensione.

Grafico 1 **Rendimenti delle obbligazioni indicizzate a lungo termine**  
In percentuale

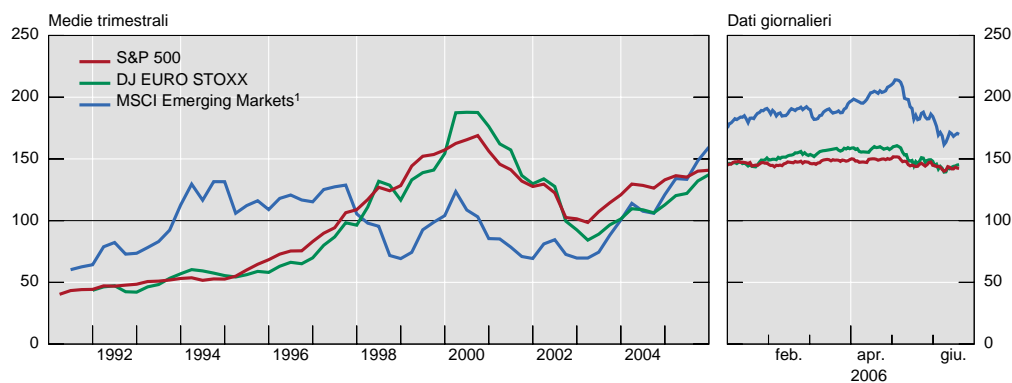


Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Varie spiegazioni sono state addotte per il calo dei tassi reali a lungo termine. Tra queste figurano: i più alti saggi di risparmio mondiali accompagnati a una domanda di investimenti solo modesta; un'inflazione bassa e stabile, che ha diminuito il corrispondente premio al rischio; l'innovazione finanziaria, che ha permesso agli investitori di ridurre il rischio aggregato di portafoglio, aumentando la loro propensione a detenere attività a più lunga scadenza; infine, la crescente domanda di obbligazioni da parte sia di investitori istituzionali sia di banche centrali. Fintantoché questi elementi permarranno, vi è motivo di ritenere che in futuro il livello medio dei rendimenti reali sull'arco di un intero ciclo dei tassi di interesse possa essere inferiore a quello osservato in passato.

Quali che ne siano le ragioni, il calo tendenziale dei rendimenti reali nell'ultimo decennio ha indubbiamente abbassato il fattore di sconto applicato ai redditi futuri. Ciò potrebbe avere importanti ripercussioni sui prezzi dei beni reali durevoli e delle attività finanziarie, anche in assenza di una variazione dei redditi attesi. Negli ultimi anni i prezzi di azioni e immobili residenziali, così come quelli di molte altre categorie di attività, hanno di fatto registrato un incremento sostanziale. A titolo di esempio, il grafico 2 mostra tre noti indici azionari, il cui livello, nonostante la recente correzione, resta storicamente alto.

Grafico 2 **Corsi azionari**  
1991-2005 = 100



<sup>1</sup> In termini di dollari USA.

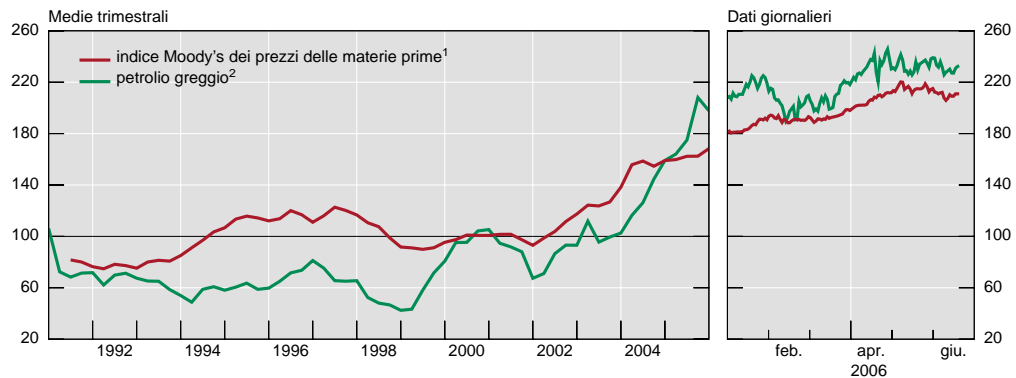
Fonti: Morgan Stanley Capital International; statistiche nazionali.

Anche i rincari delle materie prime sono stati alquanto diffusi e sembrano essersi accelerati nel 2004 e nel 2005. Ancora una volta, ciò ha coinciso con il calo dei tassi a lunga su bassi livelli. Come si può rilevare dal grafico 3, la dinamica ascendente dei corsi delle materie prime – assai accentuata agli inizi di quest’anno – pare essersi interrotta nelle ultime settimane, ma il livello dei prezzi resta alto.

Grafico 3

**Prezzi delle materie prime**

2000 = 100



<sup>1</sup> Quotazioni di 15 prodotti (argento, cacao, caffè, cotone, frumento, gomma e plastica, lana, mais, pellami, piombo, prodotti suini, rame, rottami di acciaio, seta e zucchero), ponderate in base al livello di produzione o di consumo negli Stati Uniti. <sup>2</sup> West Texas Intermediate. Fonti: Bloomberg; Datastream.

La grande sorpresa è rappresentata dal fatto che diversi anni di robusta crescita della domanda aggregata, crescenti prezzi delle attività e fortissimi rincari delle materie prime non siano ancora sfociati in una recrudescenza generalizzata dell’inflazione. Sono state avanzate molte spiegazioni di questo rebus: maggiore credibilità delle banche centrali, mercati interni più concorrenziali, accresciuta offerta proveniente da Cina, India e altri paesi. Un giudizio definitivo in merito non è ancora stato formulato, ma sappiamo che questa lunga disinflazione non è il risultato di ampi rialzi dei tassi ufficiali – che tanto avevano influito sul finire degli anni settanta e negli anni ottanta – poiché tali tassi sono rimasti alquanto stabili su bassi livelli fino a poco tempo fa.

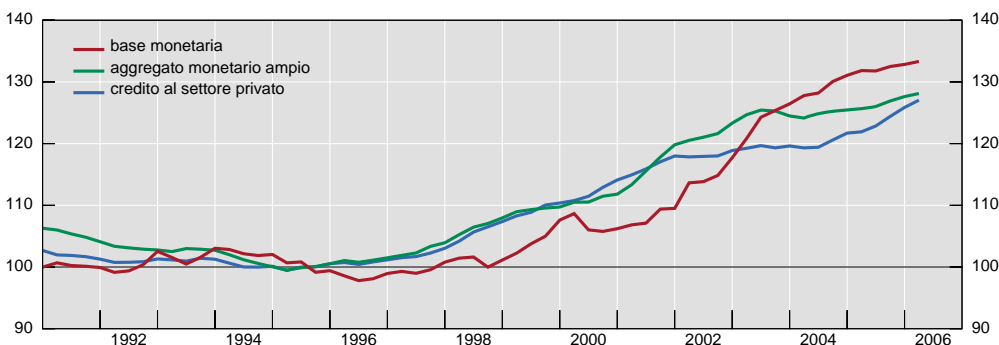
Non comprendendo appieno le cause di fondo di questa “grande disinflazione”, sarebbe imprudente confidare che la felice combinazione di crescita sostenuta e bassa inflazione perduri indefinitamente. Presto o tardi le banche centrali potrebbero vedersi costrette ad agire più energicamente sui tassi ufficiali di quanto non abbiano dovuto fare negli ultimi anni. Ciò è stato ben compreso da numerosi operatori, che hanno attribuito il recente aumento della volatilità di mercato a timori di una reazione delle banche centrali di fronte alle più incerte prospettive macroeconomiche.

I rischi di inflazione sono oggi considerati maggiori di quanto non lo siano stati da qualche tempo a questa parte. Negli ultimi dodici mesi circa la distribuzione della crescita si è ulteriormente estesa a livello mondiale e l’eccesso di capacità globale si è ridotto. Di conseguenza, si è accentuato il rischio che shock positivi di domanda possano innescare un aumento generalizzato dell’inflazione. Al tempo stesso, è divenuto molto più difficile valutare alcune importanti forze di medio periodo che agiscono sull’inflazione.

In molti paesi si è assistito a un sostanziale rialzo dei prezzi delle abitazioni: questi rincari finiranno col ripercuotersi sugli indici dei prezzi al consumo e sui salari? Quale sarà l'impatto netto sull'inflazione dell'ulteriore integrazione della Cina e dell'India nell'economia mondiale? Cosa succederà se le quotazioni del petrolio dovessero salire ancora nei prossimi due o tre anni?

Una particolare questione che investe le banche centrali attiene alle conseguenze ultime della forte espansione degli aggregati monetari e creditizi negli anni recenti. Il grafico 4 raffigura le medie ponderate della base monetaria (linea rossa), dell'aggregato monetario ampio (verde) e del credito al settore privato (blu) in rapporto al PIL nominale per le economie del G3 dal 1991. Come si può osservare, queste misure della liquidità sono costantemente aumentate all'incirca allo stesso tasso del PIL nominale fin verso il 1997. Ma da allora esse sono tutte cresciute molto più velocemente del prodotto, a un ritmo che non accenna a rallentare. Potrà ciò contribuire ad accentuare le pressioni inflazionistiche? O non avrà forse già contribuito a sospingere i prezzi delle attività agli elevati livelli cui ho accennato poc'anzi?

Grafico 4 **Aggregati monetari e creditizi nelle economie del G3**  
In rapporto al PIL nominale; 1995 = 100



Nota: i dati per il G3 (Stati Uniti, area dell'euro e Giappone) sono medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. Prima del 1999, i dati per l'area dell'euro sono desunti dalle statistiche dei paesi membri.

Fonte: statistiche nazionali.

Tutte queste incertezze sull'inflazione e sui prezzi delle attività richiedono, nelle attuali circostanze, un atteggiamento particolarmente vigile delle banche centrali di fronte alle minacce che incombono sulla stabilità dei prezzi a medio termine. La maggior parte degli osservatori continua ad attendersi che l'inflazione resti contenuta; tuttavia, alcune prime indicazioni secondo cui tanto le aspettative inflazionistiche quanto l'indice dei prezzi al consumo potrebbero essersi mossi al rialzo destano preoccupazione.

La politica monetaria è già stata inasprita in misura significativa negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro essa è divenuta leggermente meno accomodante. Il Giappone ha annunciato l'intenzione di abbandonare l'indirizzo estremamente espansivo, ma il tasso ufficiale resta pressoché a zero. Diverse banche centrali asiatiche hanno anch'esse aumentato i tassi di riferimento, che in molti casi rimangono tuttavia ancora bassi o persino negativi in termini reali.

Non è chiaro fino a che punto i tassi ufficiali dovranno aumentare. Poiché è solo di recente che i tassi a lungo termine sono saliti e le condizioni

finanziarie si sono fatte più restrittive, potrebbe occorrere più tempo rispetto al passato per avvertire gli effetti ritardati della stretta monetaria. In aggiunta, un inasprimento quasi simultaneo da parte di tutte le banche centrali potrebbe avere un impatto maggiore del previsto sui mercati e sulla domanda globale. Di fronte alle incertezze sia sulle prospettive per la crescita e per l'inflazione sia sul meccanismo di trasmissione monetaria, le politiche devono continuare a essere improntate a pragmatismo. Le valutazioni del quadro macroeconomico dovranno evolversi di pari passo con le informazioni via via disponibili. Nell'attuale frangente ciò potrebbe risultare più difficile del consueto, poiché la mutevole propensione al rischio può essa stessa ripercuotersi sulla domanda interna.

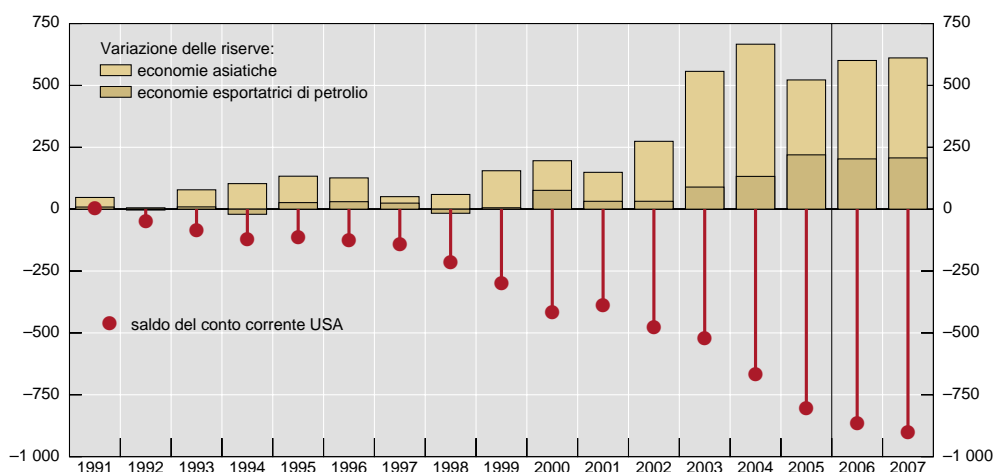
In ogni caso, gli operatori dei mercati finanziari devono prendere atto che la dinamica futura dei tassi di interesse a breve termine non può essere in alcun modo pronosticata con certezza: le principali banche centrali sono giustamente impegnate ad assumere tutte le misure che riterranno necessarie per preservare la stabilità dei prezzi.

Da tempo le banche centrali e altre istituzioni responsabili della sorveglianza sul sistema finanziario avevano ammonito gli operatori che la combinazione di tassi di interesse bassissimi e volatilità di mercato eccezionalmente contenuta non si sarebbe potuta protrarre molto a lungo. La recente impennata nella volatilità dovrebbe richiamare l'attenzione delle società finanziarie sulla necessità di sottoporre le proprie posizioni a periodiche prove di stress per prepararsi a fronteggiare mutamenti sfavorevoli nelle condizioni di mercato o dell'economia.

Grafico 5

**Disavanzo corrente USA, riserve asiatiche e delle economie esportatrici di petrolio**

In miliardi di dollari USA



Nota: per il 2006 e il 2007, previsioni.  
Fonte: FMI.

Un altro importante elemento imponderabile è l'impatto degli ampi e crescenti squilibri di parte corrente. Le ultime previsioni dell'FMI indicano per quest'anno e per il 2007 un disavanzo corrente USA nell'ordine del 7% circa del PIL (linee rosse nel grafico 5). Un deficit di questa portata, dovuto in parte

a un risparmio nazionale inadeguato, non potrà continuare indefinitamente. Certo, si può trarre una qualche rassicurazione dal fatto che l'economia del paese è talmente dinamica e vigorosa che l'attrattiva esercitata dalle attività statunitensi su milioni di investitori esteri può sorreggere un disavanzo corrente di una certa entità.

Meno rassicurante è la constatazione che una parte significativa di questo disavanzo sia stata finanziata attraverso gli interventi prolungati e massicci delle banche centrali di paesi eccedentari volti a contrastare l'apprezzamento del cambio. Nel periodo 2002-05 le riserve valutarie ufficiali dell'Asia (incluso il Giappone) sono cresciute di circa 1 400 miliardi di dollari. Eppure, da più parti si prevede che questo andamento proseguirà nell'anno in corso e nel prossimo, come attestano le attuali ipotesi di lavoro dell'FMI, riportate nel grafico 5.

Vi sono validi motivi sul piano internazionale e nazionale per escludere che un tale accumulo di riserve possa durare in eterno. Sul piano internazionale, differire l'aggiustamento del cambio comporta quasi sempre il rischio che il successivo riallineamento sia più brusco – e più difficile da controllare – di quanto non sarebbe ove fosse stato precedentemente consentito un maggior grado di flessibilità. Sul piano nazionale, è divenuto sempre più arduo contenere efficacemente le conseguenze monetarie espansive degli ingenti acquisti di valuta estera. In taluni casi l'ampiezza degli interventi sta causando distorsioni nel sistema finanziario locale.

Alcuni paesi asiatici hanno effettivamente permesso alle loro valute di apprezzarsi nell'ultimo anno circa. La Cina, che da tempo riconosce l'esigenza a medio termine di un aggiustamento del cambio, ha avviato la transizione verso un meccanismo più orientato al mercato. Ciò dovrebbe anche fornirle strumenti più flessibili di controllo monetario. Molto dipenderà dal modo in cui questi obiettivi si tradurranno in un'azione tempestiva ed efficace.

Fin qui mi sono soffermato sulle sfide che si pongono alle banche centrali. Prima di concludere, vorrei sottolineare come anche i governi dovranno adoperarsi per assicurare negli anni a venire il mantenimento di una crescita non inflazionistica. A questo riguardo, due aree sono di particolare rilevanza.

La prima area in cui occorre intervenire è quella delle politiche di bilancio. Negli ultimi quattro anni il disavanzo federale USA si è mediamente aggirato intorno al 4½% del PIL, sebbene l'ultimo saldo attivo risalga ad appena il 2000. Anche i disavanzi pubblici di alcune grandi economie dell'area dell'euro risultano fin troppo elevati. Dati gli alti livelli del debito corrente e della spesa futura implicita nelle attuali obbligazioni previdenziali, le prospettive a medio termine per la situazione finanziaria di molti paesi industriali sono allarmanti.

Per contro, appaiono incoraggianti i progressi compiuti da talune economie emergenti nel risanamento delle finanze pubbliche. Diversi importanti paesi esportatori di petrolio – fra cui Algeria, Arabia Saudita, Nigeria, Russia e vari altri Stati del Golfo – hanno inoltre avuto cura di gestire in maniera più prudente che in passato gli introiti eccezionali derivanti dai rincari del greggio. Ciò nonostante, in alcuni grandi paesi in via di sviluppo i livelli dei disavanzi e del debito rimangono eccessivi.

La seconda area che non andrebbe trascurata è quella delle riforme microeconomiche. Un'importante ragione per cui nell'ultimo quinquennio l'economia mondiale è cresciuta in maniera così vigorosa e con un'inflazione palese così esigua è che una più ampia parte dell'attività economica globale è stata governata dal mercato. La radicale riforma di importanti economie pianificate e di altre economie iperregolate in via di sviluppo ha trasformato le loro prospettive di crescita. Inoltre, la liberalizzazione commerciale degli anni recenti ha contribuito a mantenere bassa l'inflazione.

Quanti si oppongono alle riforme dovrebbero tenere a mente questa esperienza. È pur vero che le riforme strutturali comportano spesso costi a breve termine, senza produrre risultati immediati. Tuttavia, l'evidenza dell'ultimo decennio dimostra che esse funzionano davvero. Il contesto economico mondiale più competitivo richiede una maggiore adattabilità e un'ancor maggiore determinazione nel concludere accordi commerciali multilaterali da cui tutti possiamo trarre beneficio.

Non dovremmo sottovalutare la difficoltà di gestire un mondo nuovo in cui sono sempre più i nuovi giganti economici – Brasile, Russia, India e Cina, per seguire l'ordine del noto acronimo “BRIC” – a foggare l'economia mondiale. La loro ascesa ha modificato il processo inflativo e il meccanismo di aggiustamento internazionali in modi che dobbiamo sforzarci di comprendere meglio. Il ritmo del cambiamento all'interno di queste economie è stato rapidissimo, e non sempre il quadro di riferimento delle politiche, gli assetti di *governance* e altre strutture hanno tenuto il passo. Il crescente peso economico acquisito comporta di per sé nuove responsabilità internazionali. Al tempo stesso, le strutture della cooperazione multilaterale devono adattarsi a queste nuove realtà economiche. Come saprete, presso la BRI sono in atto cambiamenti volti a far sì che la cooperazione tra banche centrali evolva in questa direzione. Siamo fermamente convinti che ciò metterà la Banca in condizione di perseguire la sua tradizionale missione di promuovere un dialogo e un dibattito franco tra banche centrali su queste importanti problematiche mondiali.