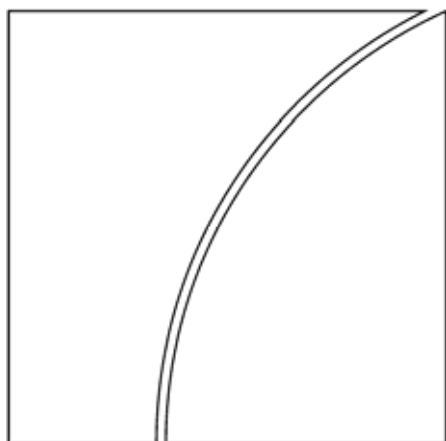




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Discorso del Direttore generale



Il risveglio dell'inflazione e la
turbolenza nei mercati finanziari:
sfide per le autorità

Discorso di Malcolm D. Knight
Direttore generale della BRI

Basilea, 30 giugno 2008

Discorso di Malcolm D. Knight

Direttore generale della BRI

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca
in Basilea il 30 giugno 2008

Signore, Signori,

a quasi un anno dallo scoppio della grave turbolenza nei mercati finanziari globali – che molti si aspettavano avrebbe esercitato un impatto deflazionistico sull'economia mondiale – ci troviamo ora di fronte allo spettro di un aumento dell'inflazione a livello internazionale. La minaccia del risveglio dell'inflazione si presenta proprio allorché si sono intensificati i rischi di un rallentamento globale della crescita per effetto del forte rincaro del petrolio e dell'inasprimento delle condizioni creditizie in alcune importanti economie. Ciò pone le banche centrali di fronte a un'importante sfida sul piano della politica monetaria. La turbolenza finanziaria globale solleva inoltre nuovi interrogativi riguardo ad altri aspetti delle politiche delle banche centrali. Rispetto ad appena un anno fa, è attualmente in discussione una serie molto più ampia di approcci a determinate funzioni di banca centrale.

Il rompicapo venutosi a creare con l'aumento dell'inflazione da un lato, e le ricadute della turbolenza finanziaria dall'altro, costituisce la maggiore sfida cui le banche centrali siano confrontate da vari anni. Nel mio intervento di oggi esaminerò per cominciare la minaccia del risveglio dell'inflazione. Ovviamente, i rischi di rallentamento della crescita futura rendono più complesso il compito della politica monetaria. Ciò nonostante, occorrerà reagire con fermezza di fronte al pericolo che le aspettative di inflazione crescano sensibilmente, con tutti i problemi che ciò comporterebbe.

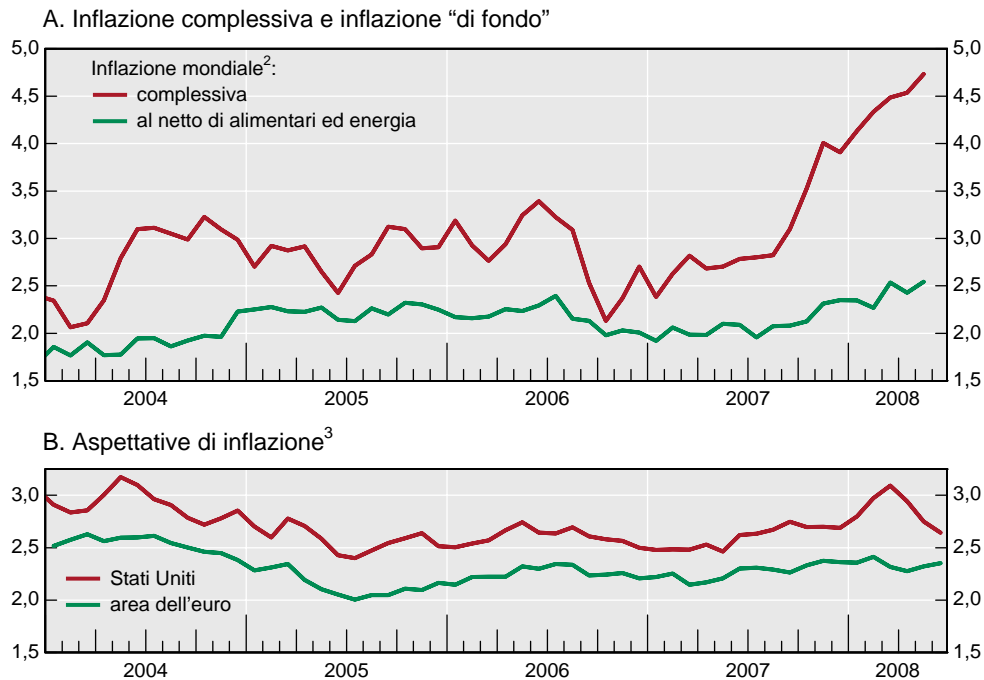
Affronterò successivamente due questioni di medio periodo che assumono particolare rilevanza per le banche centrali in conseguenza della turbolenza finanziaria: il ruolo della banca centrale come fornitrice di liquidità e la posizione che le banche centrali rivestono all'interno dei meccanismi di sorveglianza sul sistema finanziario. Entrambe queste delicate questioni richiedono una stretta cooperazione fra le banche centrali di tutto il mondo. La BRI ha svolto e, sono certo, continuerà a svolgere un ruolo centrale nell'agevolare tale cooperazione.

La minaccia dell'inflazione

Vorrei dunque esordire spendendo qualche parola sulla minaccia infausta e immediata del ritorno dell'inflazione. Dopo molti anni di tassi di inflazione bassi e in calo a livello mondiale, essa rappresenta una fonte di gravi preoccupazioni. Su scala internazionale l'inflazione complessiva si aggira oggi intorno al 4,7% (grafico 1) e in funzione dell'andamento dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari potrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi. Il suo incremento è stato massimo nelle economie emergenti.

Per molti anni l'inflazione complessiva è rimasta quiescente malgrado i forti rincari delle materie prime industriali e di molti altri prodotti di base. Da qualche tempo, inoltre, in rapporto alla capacità la domanda mondiale sembra prossima a un livello tale da originare spinte inflazionistiche. Quanto esattamente vi sia vicina, tuttavia, è difficile giudicare, poiché l'espansione è stata maggiore in quelle aree per le quali è arduo ottenere stime ben fondate del prodotto potenziale. Appare comunque alquanto evidente che la forte ascesa dei prezzi di quasi tutte le materie prime oggetto di interscambio nell'ultimo biennio (grafico 2) è dovuta più al pluriennale vigore della domanda mondiale che a fattori collegati all'offerta di singoli prodotti. Dagli inizi di aprile, nondimeno, i corsi del petrolio sono cresciuti più rapidamente di quelli delle altre materie prime. Ciò è indicativo dell'influsso non solo di forze specifiche del mercato petrolifero, ma anche del ruolo di quest'ultimo quale veicolo di

Grafico 1
Inflazione¹

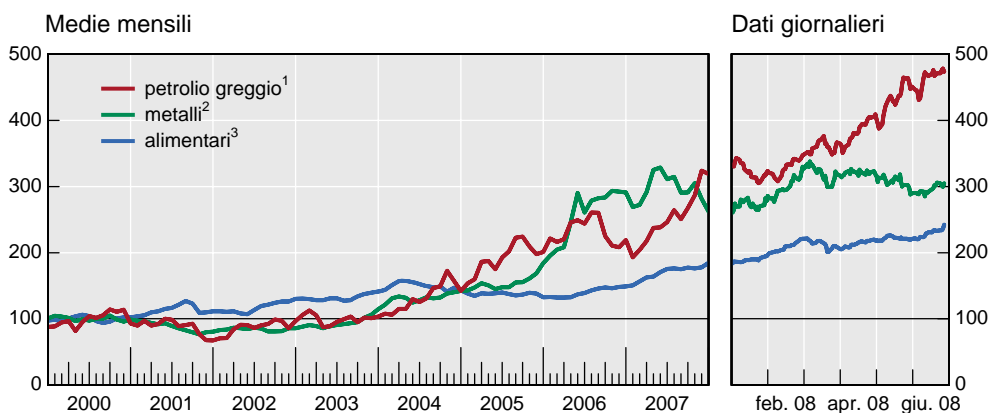


¹ In percentuale. ² Variazioni sui dodici mesi dei prezzi al consumo. Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, calcolati a partire dai tassi di pareggio a pronti di ipotetiche obbligazioni prive di cedola.

Fonti: FMI; OCSE; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 2
Prezzi delle materie prime in termini di dollari USA

2000 = 100



¹ Qualità Brent. ² Indice del London Metal Exchange comprendente alluminio, nichel, piombo, rame, stagno e zinco. ³ Spot Index Foodstuffs del Commodity Research Bureau.

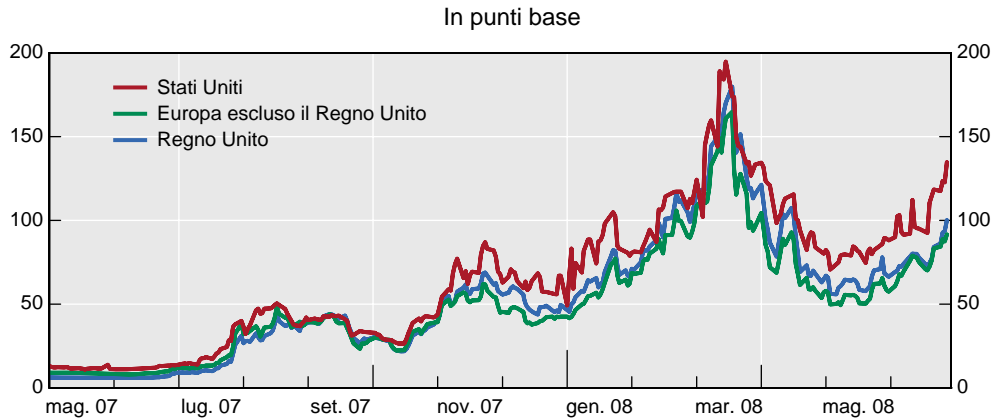
Fonte: Datastream.

speculazione di fronte alle attese di un aumento generalizzato dell'inflazione.

Valutare la minaccia dell'inflazione in queste circostanze risulta pertanto difficile. E le banche centrali si trovano alle prese con un serio dilemma, poiché le spinte inflazionistiche sono affiorate proprio nel momento in cui si sono intensificati i rischi di un rallentamento della crescita. La recente impennata delle quotazioni petrolifere ha minato la fiducia e potrebbe deprimere la domanda mondiale. Un'altra importante fonte di rischi di indebolimento è costituita dall'attuale disimpegno delle banche maggiori, concretizzatosi in particolare nell'inasprimento delle condizioni di prestito alle famiglie, nel contesto di un diffuso aumento dell'avversione al rischio sui mercati dei capitali. Vari segmenti del mercato creditizio sono stati perturbati. Permangono timori per lo stato di salute di importanti banche sia in Europa sia negli Stati Uniti. Gli spread sui *credit default swap* bancari mostrano che la protezione contro il rischio di insolvenza resta molto più costosa rispetto al periodo antecedente la turbolenza, e di recente tali spread si sono ulteriormente ampliati (grafico 3). Non è da escludere che alcune banche operino ingenti svalutazioni addizionali. Queste potrebbero tradursi in un nuovo inasprimento delle condizioni di credito alle famiglie e alle società non finanziarie, che in molti casi andrebbe ad aggiungersi a livelli già elevati del servizio del debito, uno sviluppo potenzialmente in grado di comprimere ancor più la spesa.

Vi sono indicazioni che il rallentamento del mercato delle abitazioni si sta diffondendo. Il calo delle quotazioni immobiliari porrà un freno agli investimenti residenziali e all'edilizia abitativa. Gli effetti sulla ricchezza e sul valore delle garanzie derivanti dalla discesa dei prezzi delle azioni e degli alloggi potrebbero deprimere ancor più i consumi, soprattutto nei paesi con tassi di risparmio bassi. Il clima di fiducia dei consumatori e delle imprese si è deteriorato sia negli Stati Uniti sia in Giappone e in Europa.

Grafico 3
Spread sui CDS del settore bancario¹



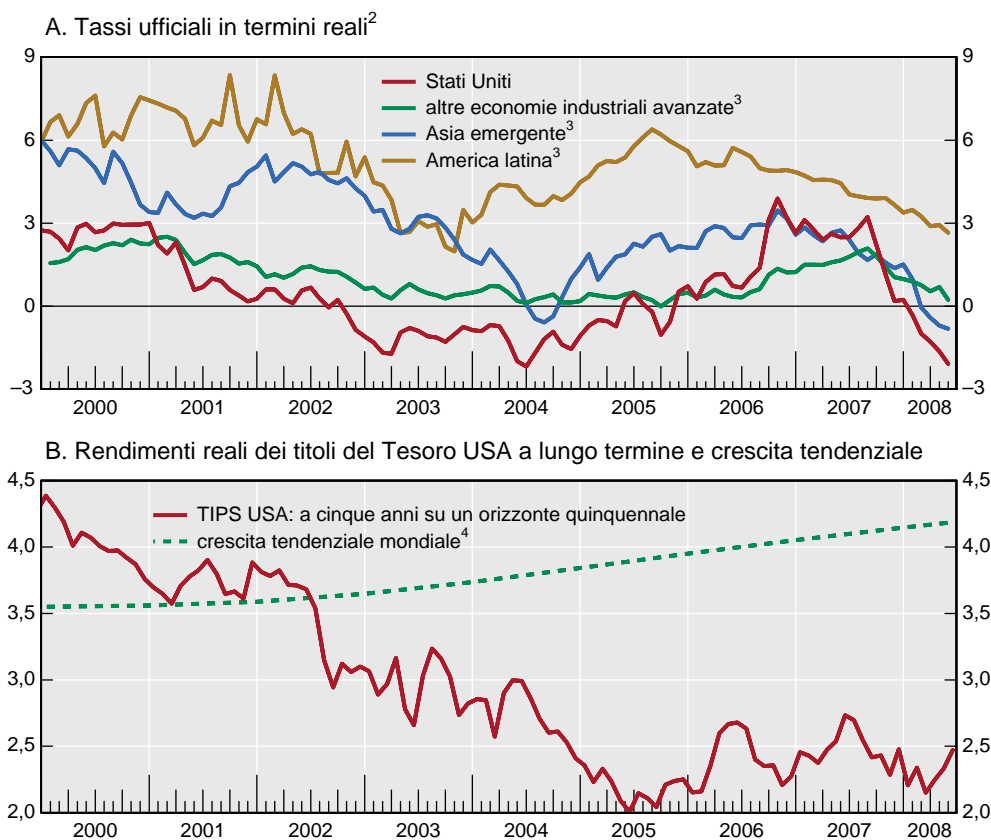
¹ Spread su CDS a cinque anni *on-the-run*; media semplice delle maggiori banche.

Fonte: Bloomberg.

Sinora la turbolenza finanziaria ha gravato soprattutto sulla crescita effettiva e attesa degli Stati Uniti. Secondo le previsioni prevalenti, un rallentamento statunitense si accompagnerà a un indebolimento meno pronunciato della crescita in Europa e Giappone. Nei mercati emergenti l'espansione dovrebbe invece mantenersi robusta, seppur in lieve flessione. Una conseguenza propizia di tali andamenti sarebbe la riduzione degli squilibri esterni globali.

Il vigore della domanda mondiale negli ultimi anni si deve altresì in larga misura al fatto che da qualche tempo la politica monetaria a livello internazionale risulta assai accomodante. Come si può vedere dal diagramma superiore del grafico 4, i tassi di interesse ufficiali reali si sono mantenuti bassi. Gli aggregati monetari e creditizi, inoltre, sono fortemente cresciuti. In aggiunta, i tassi di rendimento reali a lungo termine privi di rischio si sono attestati su valori decisamente contenuti negli ultimi anni. Il diagramma inferiore del grafico 4 riporta, quale loro approssimazione, i rendimenti reali delle obbligazioni statunitensi. Livelli così bassi dei tassi di interesse reali sono difficili da conciliare con l'evidente potenziale di crescita elevato dell'economia mondiale, rappresentato nel grafico dalla linea tratteggiata. Essi appaiono tuttavia ben compatibili con le condizioni monetarie mondiali straordinariamente accomodanti e, soprattutto in Asia, con l'accumulo massiccio di riserve valutarie ufficiali, che è stato investito in obbligazioni a basso rischio nelle principali piazze finanziarie internazionali. A loro volta, i bassi rendimenti reali sulle scadenze a lungo termine hanno fatto cadere alcuni operatori nella tentazione di assumersi rischi eccessivi e attribuire loro un prezzo troppo generoso.

Grafico 4
Tassi di interesse a breve e a lungo termine¹



¹ In percentuale. ² Deflazionati con i prezzi al consumo. ³ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ⁴ Ricavata applicando un filtro di Hodrick-Prescott alle variazioni annue del PIL in termini reali.

Fonti: FMI; © Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Gran parte degli analisti ritiene oggi che il recente aumento dell'inflazione complessiva nei paesi industriali costituisca un incidente temporaneo e che, stando alle aspettative correnti su quella che sarà la reazione della politica monetaria, l'inflazione tornerà a scendere nel 2009. Non possiamo tuttavia riporre una fiducia totale in questa valutazione rassicurante. Gli stessi analisti non avevano previsto i ripetuti rincari delle materie prime e avevano quindi sottostimato il livello attuale dell'inflazione complessiva. Inoltre, le aspettative di inflazione, soprattutto quelle ricavate dai sondaggi presso i consumatori, si sono mosse significativamente al rialzo negli ultimi mesi. Tutto ciò indica che le banche centrali dovranno continuare a seguire estremamente da vicino gli andamenti dell'inflazione nei mesi a venire.

Sfide per la politica monetaria

Quasi tutte le banche centrali sono oggi impegnate a contenere l'inflazione, a prescindere dal fatto che abbiano o meno adottato obiettivi formali al riguardo. Tale impegno presenta una particolare attrattiva, in quanto può contribuire ad ancorare le attese di fronte ai forti shock attuali dei prezzi delle materie prime. Ma questo può avvenire soltanto se il quadro di riferimento resta credibile.

Dobbiamo pertanto essere particolarmente reattivi di fronte al pericolo evidente e concreto di un aumento dell'inflazione e delle aspettative di inflazione a livello mondiale. Al riguardo, si presenta un dilemma dovuto alla possibilità che la crescita mondiale rallenti in risposta alla correzione degli squilibri e alla recente turbolenza finanziaria. Ciò costituisce chiaramente un fattore di complicazione. In gran parte dei paesi, tuttavia, sembrerebbe imprudente fare affidamento su tale evenienza ai fini del contenimento dell'inflazione.

Le problematiche che si pongono alle economie emergenti sono particolarmente complesse. I prezzi dei beni alimentari hanno prodotto un effetto molto maggiore sull'inflazione nei paesi a basso reddito, dove questi beni rappresentano una quota superiore della spesa dei consumatori e quindi del paniere dell'IPC. Nei paesi in cui le spinte complessive dal lato della domanda restano vigorose, sembrerebbe opportuno innalzare i tassi di interesse e consentire al cambio di apprezzarsi allo scopo di contenere l'inflazione. Il timore che un apprezzamento del tasso di cambio avrebbe ridotto la competitività delle esportazioni e attirato ulteriori afflussi di capitali ha tuttavia indotto negli ultimi anni molte banche centrali a contrastare il rafforzamento delle rispettive valute. Inoltre, diversi anni di interventi senza precedenti nei mercati valutari si sono accompagnati a una notevole espansione dei bilanci sia delle banche centrali sia di quelle commerciali. Di fatto, in vari paesi il credito bancario al settore privato è cresciuto a ritmi probabilmente insostenibili. E l'investimento delle riserve valutarie ufficiali nei principali centri finanziari ha fornito un ulteriore stimolo alla crescita internazionale della liquidità.

Come ho già detto, si tratta di sfide temibili per le politiche delle economie emergenti, e le scelte di queste ultime produrranno effetti su tutti noi. I tempi in cui il corso del progresso economico mondiale era tracciato da un numero ridotto di grandi economie avanzate appartengono al passato. Il crescente peso economico dei paesi emergenti comporta evidentemente dei vantaggi, ma crea altresì nuove responsabilità internazionali. Nell'ultimo anno circa, allorché le tendenze inflazionistiche sono divenute più evidenti, una serie di importanti economie emergenti ha gradualmente accettato la necessità di un apprezzamento del cambio, uno sviluppo che va accolto con grande favore.

Vorrei ora affrontare le due importanti questioni di medio periodo sollevate nel rinnovato dibattito sul quadro operativo delle banche centrali. Uso la parola "dibattito" a ragion veduta. È evidente che non esistono infatti risposte definitive al riguardo. Occorre piuttosto riflettere seriamente su tali questioni ed essere pronti a rivedere i propri preconcetti.

La banca centrale come fornitrice di liquidità

La prima questione oggetto di dibattito è il ruolo della banca centrale come fornitrice di liquidità. Da anni eravamo consapevoli che le principali banche commerciali si stavano gradualmente configurando come "fornitrici di liquidità" di un sistema di intermediazione finanziaria sempre più sviluppato e complesso. Eppure, la portata e la durata dei problemi di liquidità che hanno

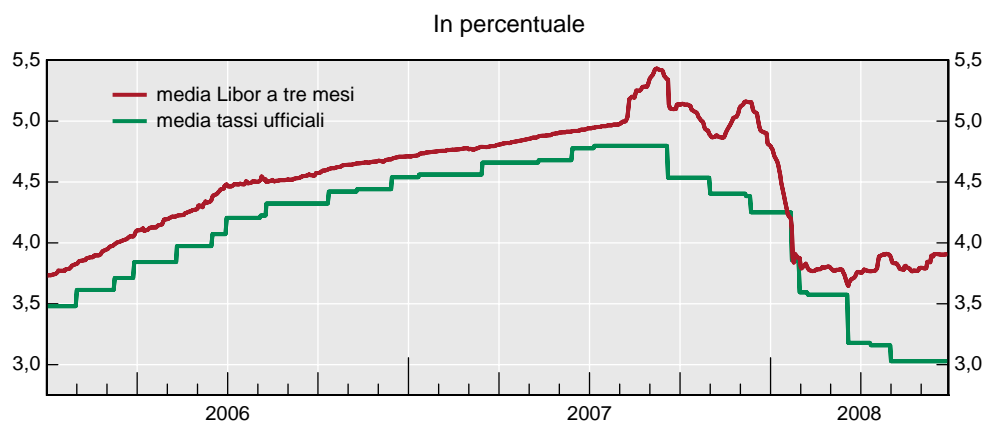
colpito le banche al centro del sistema finanziario hanno ugualmente colto di sorpresa.

Come ben sapete, l'entità e la persistenza delle difficoltà di finanziamento incontrate da importanti istituti bancari hanno richiesto da parte delle banche centrali l'adozione di misure straordinarie, quali l'offerta di liquidità a più lungo termine, l'accettazione di un ventaglio molto più ampio di garanzie (tra cui strumenti difficili da valutare, che non sono oggetto di scambi frequenti) e l'estensione di linee di credito a una gamma allargata di istituzioni. Nuove operazioni sono state poi introdotte per contribuire a sormontare lo stigma associato con il ricorso a quelle attivabili su iniziativa delle controparti.

La prontezza con cui le maggiori banche centrali hanno intrapreso congiuntamente azioni decisive per fornire liquidità ai mercati finanziari ha chiaramente contribuito a scongiurare l'aggravarsi della crisi. Ciò nonostante, il differenziale tra i tassi di interesse ufficiali delle banche centrali e il Libor a tre mesi rimane insolitamente ampio (grafico 5). Inoltre, sebbene l'accresciuto apporto di liquidità da parte delle banche centrali abbia concorso ad attenuare le pressioni nei periodi di tensione, non si dovrebbe lasciare che esso si sostituisca in via permanente ai meccanismi di mercato. Presto o tardi le attività deteriorate dovranno essere negoziate sui mercati, e non parcheggiate presso le banche centrali. Occorre trovare il modo per far sì che questo avvenga quanto prima.

Non si dovrebbe nemmeno lasciare che la liquidità concessa dalla banca centrale induca gli istituti bancari a gestire in modo meno prudente i rischi di liquidità sul più lungo periodo. Per questo motivo le autorità di regolamentazione si sono attivate per rafforzare la vigilanza prudenziale sulla gestione della liquidità da parte delle banche. Anche il settore bancario sta prendendo iniziative in questo ambito. Il maggiore utilizzo di fondi a breve mutuati sui mercati all'ingrosso, unitamente al crescente ricorso alla cartolarizzazione e alla massiccia trasformazione delle scadenze mascherata da tecniche di finanziamento fuori bilancio, aveva reso le banche più vulnerabili

Grafico 5
Tassi di interesse interbancari e tassi di interesse ufficiali¹



¹ Media di area dell'euro, Regno Unito e Stati Uniti, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005.

Fonti: FMI; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

di quanto ritenessero di fronte agli shock di liquidità. Di conseguenza, esse hanno cercato di accrescere la raccolta a più lungo termine, nonché le disponibilità di attività liquide.

La sorveglianza sul sistema finanziario

La seconda questione rilevante oggetto di rinnovato dibattito concerne i meccanismi di sorveglianza sul sistema finanziario e il ruolo svolto dalle banche centrali in tale ambito.

Un importante insegnamento generale della turbolenza finanziaria dell'ultimo anno è che le banche centrali devono considerare in modo più completo le implicazioni dell'innovazione finanziaria per l'impostazione delle loro politiche. Questo è evidentemente necessario poiché l'innovazione finanziaria può esercitare sulla domanda aggregata effetti simili a quelli della politica monetaria. Ad esempio, spostando il rischio verso le code delle distribuzioni, essa può ridurre la percezione del rischio aggregato di portafoglio agli occhi degli investitori. Ciò tende a sua volta a comprimere i premi al rischio e quindi i rendimenti a lungo termine. L'innovazione finanziaria può inoltre allentare i vincoli creditizi delle famiglie, consentendo loro di continuare a spendere anche in presenza di una debole dinamica dei redditi, ma gravandole potenzialmente di un indesiderato onere debitorio futuro. Un secondo motivo di prestare particolare attenzione all'innovazione finanziaria è che le banche centrali saranno, nei fatti, chiamate ad affrontare le conseguenze di un'eccessiva assunzione di rischi, e molto spesso il primo passo di un istituto in difficoltà sarà quello di chiedere liquidità alla banca centrale.

Occorrerà che le banche centrali lavorino di stretto concerto con i ministri finanziari e le autorità di vigilanza finanziaria. A tale proposito, il lavoro di coordinamento svolto dal Forum per la stabilità finanziaria durante questo episodio di turbolenza si è dimostrato inestimabile. Come sapete, l'FSF ha condotto un importante riesame strategico dei problemi emersi, suggerendo al riguardo un'ampia gamma di misure concrete. Tra queste figurano iniziative intese a migliorare l'adeguatezza patrimoniale e la gestione del rischio delle banche, accrescere la trasparenza (in particolare per quanto concerne i veicoli fuori bilancio) e promuovere metodi di valutazione più accurati. L'FSF ha inoltre raccomandato modifiche al ruolo e all'uso dei rating creditizi, sui quali alcuni investitori avevano fatto grande affidamento. Il Comitato sul sistema finanziario globale ospitato presso la BRI ha fornito un sostegno significativo in diversi aspetti di questo riesame strategico. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, anch'esso ospitato presso la BRI, ha annunciato misure ausiliarie volte ad accrescere la tenuta del sistema bancario, tra cui l'impulso verso un'attuazione più rapida e un ulteriore potenziamento dello schema Basilea 2. Nell'ambito del secondo pilastro di questo schema andranno rafforzate le prassi di gestione del rischio e di pianificazione patrimoniale delle banche. Inoltre, sulla base di un riesame del terzo pilastro (informativa e disciplina di mercato) occorrerà migliorare le prassi informative, in particolare relativamente alle complesse operazioni fuori bilancio e di cartolarizzazione. È importante considerare che tali modifiche dovranno essere introdotte gradualmente, in

modo da alimentare il clima di fiducia senza aggravare i problemi del mercato nel breve periodo.

Occorre riflettere in modo più approfondito anche sull'esigenza di un nuovo quadro di stabilità macrofinanziaria. È possibile utilizzare gli strumenti normativi – ma anche quelli monetari – per contrastare quella che sembra una naturale tendenza dei mercati creditizi a comportarsi in maniera eccessivamente “prociclica”, vale a dire ingiustificatamente ottimistica nelle fasi ascendenti e analogamente pessimistica in quelle discendenti del ciclo? Durante i periodi di crescita, come fare affinché l'inasprimento monetario, l'aumento della dotazione patrimoniale e degli accantonamenti delle banche, i criteri di valutazione al *fair value* e le prassi di gestione dei margini agiscano tutti sistematicamente nel senso di moderare tali tendenze? La difficoltà consiste nel raggiungere un ragionevole equilibrio tra la promozione dell'innovazione finanziaria, della sensibilità al rischio e di segnali di mercato tempestivi da un lato, e la mitigazione dell'effetto negativo di cicli di mercato eccessivamente pronunciati dall'altro.

L'introduzione di nuove regole non deve soffocare l'innovazione finanziaria. Non dobbiamo ad esempio dimenticare che la cartolarizzazione comporta teoricamente benefici significativi, quali la ripartizione del rischio e il miglioramento dell'efficienza dei mercati creditizi. Nondimeno, affinché tali benefici possano realizzarsi nella pratica, le banche commerciali e gli altri soggetti devono comunque adottare provvedimenti di rilievo per ripristinare la fiducia degli investitori nelle operazioni di cartolarizzazione. Ciò potrebbe richiedere non solo prodotti più trasparenti e meno complessi, corredati da una migliore valutazione del merito creditizio, ma anche un'allocazione più consistente di capitale bancario a fronte di tali operazioni.

Conclusioni

Mi si permetta di concludere ribadendo che vi sono chiari segnali di un risveglio dell'inflazione a livello mondiale. Le banche centrali devono essere particolarmente vigili al fine di mantenere le aspettative di inflazione sotto controllo. Esse dovranno parimenti riflettere seriamente sulle numerose altre sfide che sono chiamate a fronteggiare, non da ultimo nelle loro vesti di fornitrici di liquidità e di soggetti partecipanti alla sorveglianza pubblica sul settore finanziario. La BRI sarà lieta di collaborare strettamente sia con le banche centrali sia con le autorità di regolamentazione allo sviluppo di quadri analitici migliori per affrontare l'insieme di queste importanti questioni.