

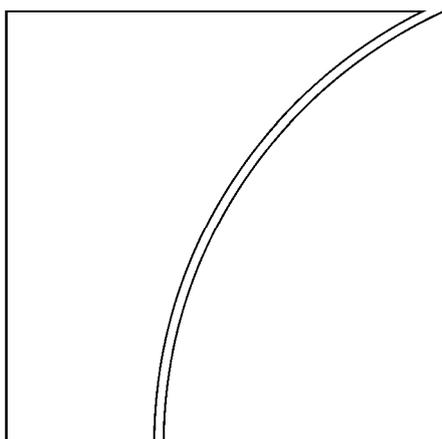


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Discorso del Direttore generale

Il difficile cammino da percorrere

Discorso di Jaime Caruana
Direttore generale della BRI



Basilea, 29 giugno 2009

Discorso di Jaime Caruana

Direttore generale della BRI

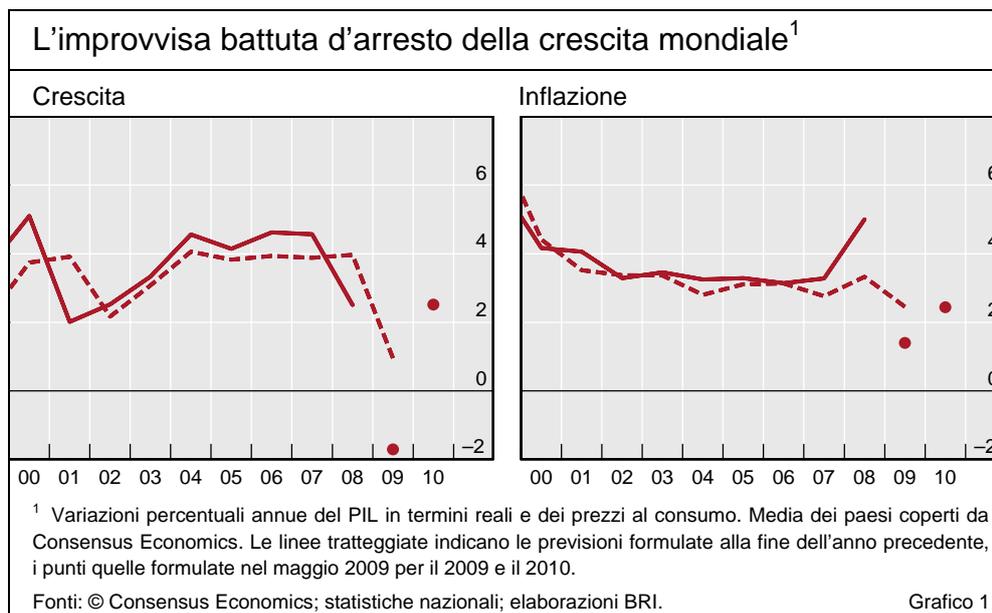
tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca in Basilea il 29 giugno 2009

Signore, Signori,

nel quarto trimestre 2008 l'economia mondiale è precipitata in una contrazione straordinariamente sincrona e profonda, la più grave dagli anni trenta. La crisi finanziaria ha così finito per investire con tutta la sua forza l'economia reale. Il commercio mondiale è crollato e la debolezza economica ha contagiato i mercati emergenti. La risposta delle autorità è stata senza precedenti.

Le tensioni che sembravano inizialmente confinate al mercato dei mutui *subprime* statunitensi si sono propagate in ondate successive fino a travolgere i mercati interbancari dei paesi avanzati, minare la solidità delle principali società finanziarie e, da ultimo, innescare una contrazione a livello mondiale. Col succedersi degli eventi, le preoccupazioni destinate dalla seria crisi di liquidità si sono aggravate, tramutandosi in timori per la solvibilità e, fatto ancor più allarmante, per la perdita di fiducia nel sistema economico stesso.

Oggi, a sei mesi di distanza, questa sensazione di caduta libera si è dissipata. Benché ancora in calo, l'attività economica in gran parte dei paesi avanzati ha dato segnali di stabilizzazione (grafico 1). E la maggioranza delle



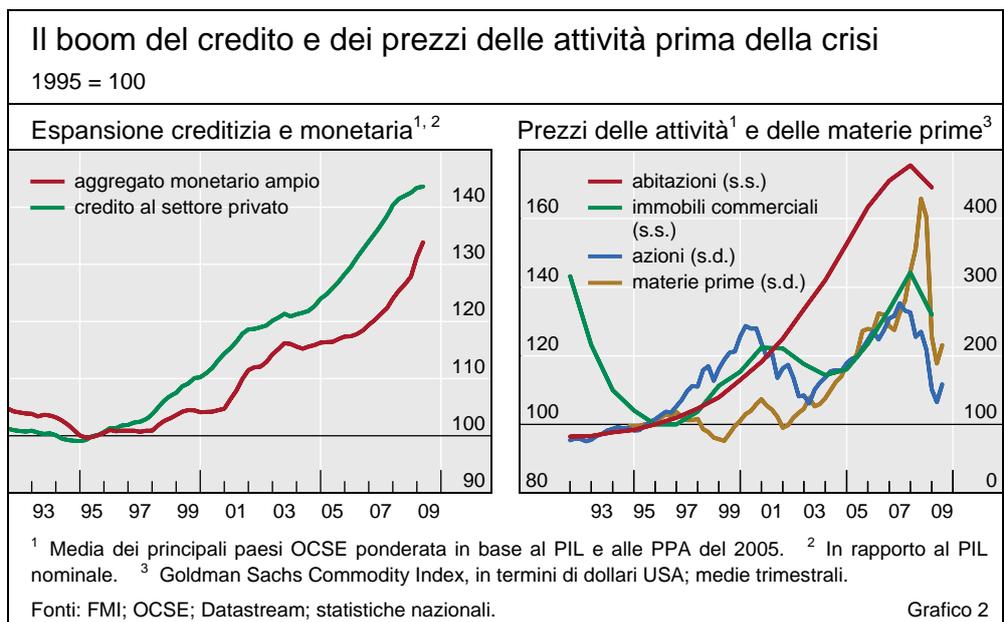
economie emergenti si è generalmente dimostrata meno fragile di quanto si temesse all'apice delle turbolenze. Le previsioni prevalenti segnalano un ritorno a una crescita mondiale positiva nel corso di quest'anno. Ciononostante, il cammino verso una ripresa in grado di autosostenersi è lastricato di rischi e la natura della meta da raggiungere – la nuova normalità – resta avvolta in una fitta nebbia. Ci stiamo muovendo in territori largamente inesplorati.

Nel prosieguo del mio intervento illustrerò come, al fine di raggiungere la nostra meta in sicurezza, dobbiamo rafforzare l'orientamento a medio termine delle politiche attuali e fare maggiore chiarezza sul modo in cui intendiamo uscirne. Quali sono le implicazioni per il cammino che ci attende e per la meta da raggiungere? Per capirlo, permettetemi di cominciare con una breve analisi di come siamo arrivati fin qui.

La crisi: i sintomi e le cause

La crisi può essere correttamente considerata come la fase discendente di un ciclo finanziario internazionale straordinario amplificato da debolezze strutturali. Gli squilibri finanziari che erano andati accumulandosi in modo lento ma inesorabile durante il boom sulla scia di un'aggressiva assunzione di rischio e di leva finanziaria hanno cominciato a correggersi. Che la correzione avrebbe dovuto prima o poi avere luogo, e potuto provocare tensioni finanziarie, non è certo stata una sorpresa. Ma i suoi tempi, la configurazione specifica e l'intensità che ha assunto non erano previsti.

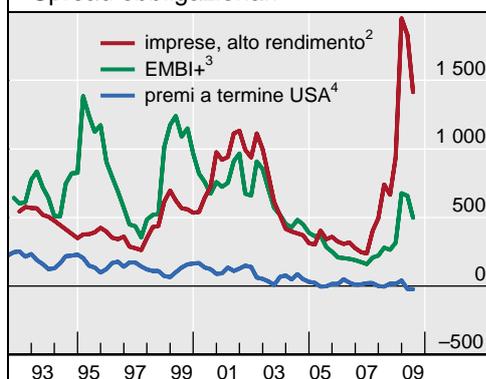
Vi erano indicazioni del fatto che si stavano accumulando rischi. Si pensi agli aumenti insolitamente vigorosi del credito e dei prezzi delle attività, specie degli immobili residenziali (grafico 2), e al livello insolitamente basso delle volatilità e dei premi al rischio di numerose categorie di attivi (grafico 3). Possibile che si trattasse di segnali che il rischio era realmente basso, a ulteriore riprova della Grande Moderazione? Come oggi sappiamo, essi altro



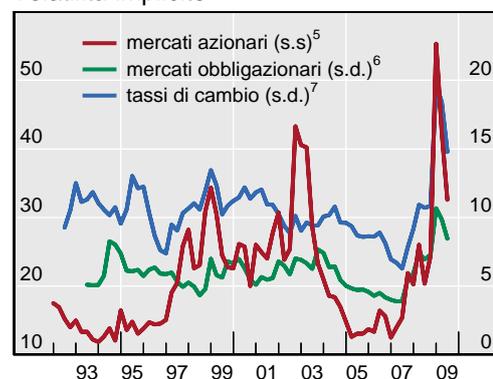
Le dinamiche vigorose dei mercati finanziari prima della crisi

Medie trimestrali

Spread obbligazionari¹



Volatilità implicite



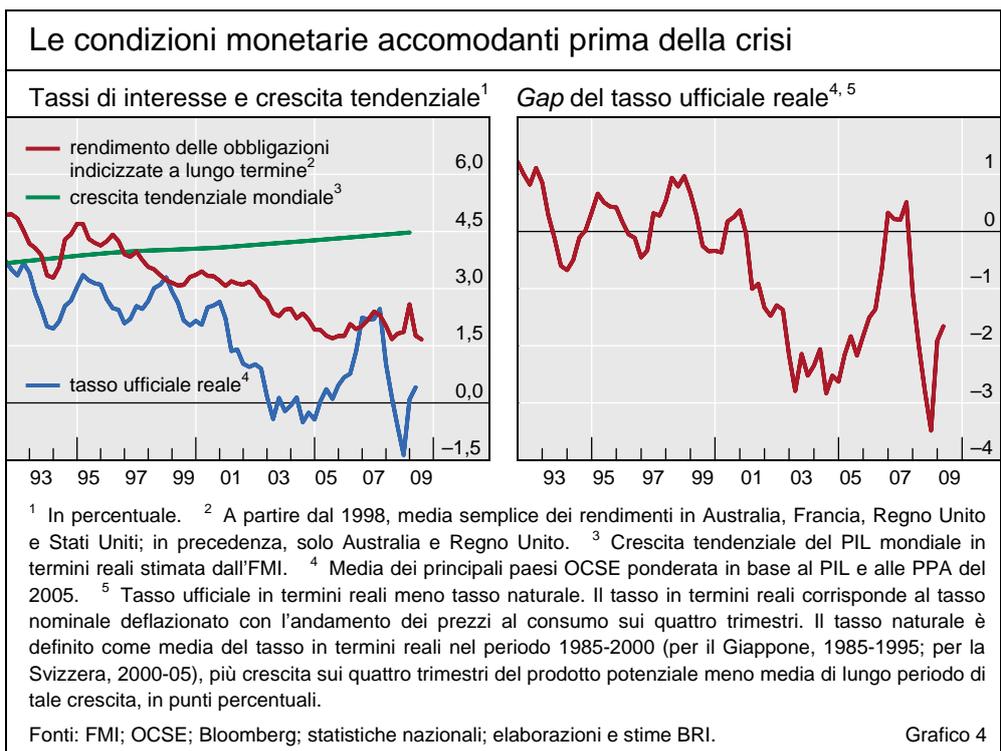
¹ In punti base. ² Spread rettificati per le opzioni calcolati da Merrill Lynch, media relativa alle obbligazioni ad alto rendimento di Stati Uniti e area dell'euro. ³ Emerging Market Bond Index Plus; *stripped spread* calcolati da JPMorgan. ⁴ Stimati per i titoli del Tesoro USA a dieci anni privi di cedola. ⁵ Media semplice di Stati Uniti e Germania; volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* su indici del mercato azionario. ⁶ Media semplice di Stati Uniti e area dell'euro; volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* su contratti futures relativi ai titoli del Tesoro a dieci anni. ⁷ Indice di riferimento relativo al livello della volatilità implicita delle monete del G7 elaborato da JPMorgan.

Fonti: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; Merrill Lynch; US Bureau of Economic Analysis; US Bureau of Labor Statistics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico 3

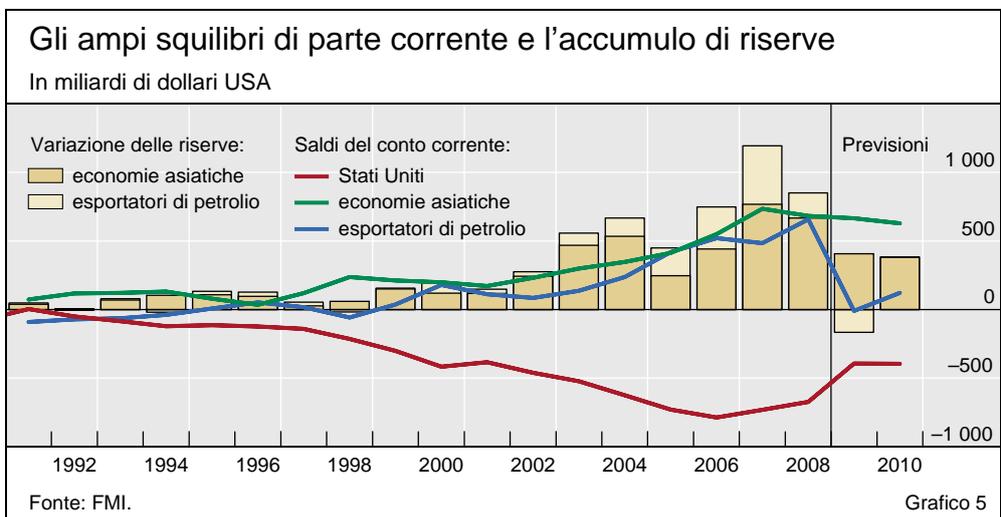
non erano che gli indizi di un grado atipicamente elevato di assunzione di rischio, di compiacenza e di leva finanziaria. La crescita mondiale si stava alimentando di un ciclo finanziario insostenibile.

I cicli finanziari sono una caratteristica naturale delle economie di mercato. Essi riflettono le dinamiche altalenanti e autorafforzanti delle percezioni di rischio e dei vincoli finanziari che accentuano le espansioni e le contrazioni dell'attività economica reale, dinamiche ormai note con il nome di prociclicità. Come discusso nella *Relazione annuale* della BRI, i cicli finanziari sono esacerbati dalle difficoltà inerenti alla misurazione del rischio e dalle distorsioni degli incentivi. I fenomeni episodici di tensione finanziaria non possono essere eradicati del tutto; gli andamenti del mercato non si correggono in maniera autonoma e completa. Ma entrambi possono essere attenuati o amplificati dalle scelte di *policy*.

Il ciclo attuale è stato particolarmente drammatico ed eccezionalmente oneroso. La gestione del rischio aveva compiuto progressi, ma né i controlli e i contrappesi interni al sistema, né la sorveglianza delle autorità sono riusciti a contenere l'assunzione di rischio e l'arbitraggio regolamentare a livello di sistema. Col senno di poi, è chiaro che abbiamo sovrastimato i vantaggi di diversificazione offerti dal modello *originate-to-distribute* dell'attività creditizia e sottostimato le implicazioni sistemiche di veicoli fuori bilancio a bassa capitalizzazione e a forte dipendenza dalla liquidità. Del pari, non si è prestata adeguata attenzione all'attrito esistente fra il livello insolitamente basso dei tassi ufficiali nelle principali economie e quello più alto dei tassi di interesse di equilibrio impliciti nelle stime già elevate e in aumento della crescita potenziale mondiale (grafico 4).



Gli assetti monetari internazionali vigenti non sono stati di aiuto. Varie economie emergenti confrontate con forti afflussi lordi di capitali, e in alcuni casi avvantaggiate dai più elevati corsi delle materie prime, si sono opposte all'apprezzamento delle rispettive valute. L'azione di contrasto effettuata mediante l'abbassamento dei tassi ufficiali ha di fatto esteso al resto del mondo l'orientamento di politica monetaria delle economie principali. L'azione di contrasto mediante l'accumulo senza precedenti di riserve valutarie e il loro reinvestimento nelle economie principali ha concorso in tali economie a mantenere i tassi a lungo termine su livelli elevati e ad alimentare l'espansione del credito. In tal modo, il rapporto simbiotico fra la crescita trainata dalla leva finanziaria in molti paesi industriali e quella trainata dalle esportazioni in altre economie ha contribuito a sostenere l'insostenibile fin troppo a lungo (grafico 5).



In poche parole, è stato troppo facile sovrastimare le nostre reali conoscenze del funzionamento dell'economia e del complesso sistema finanziario su cui poggia. Abbiamo avuto troppa fede nelle proprietà autocorrettive del mercato. E anche quando si è riconosciuta la presenza di rischi, nessuno è stato pronto a pagare il prezzo che avrebbe comportato rimediare agli squilibri alla base dei tassi di crescita record a livello mondiale.

Il cammino verso una ripresa in grado di autosostenersi e le strategie di uscita

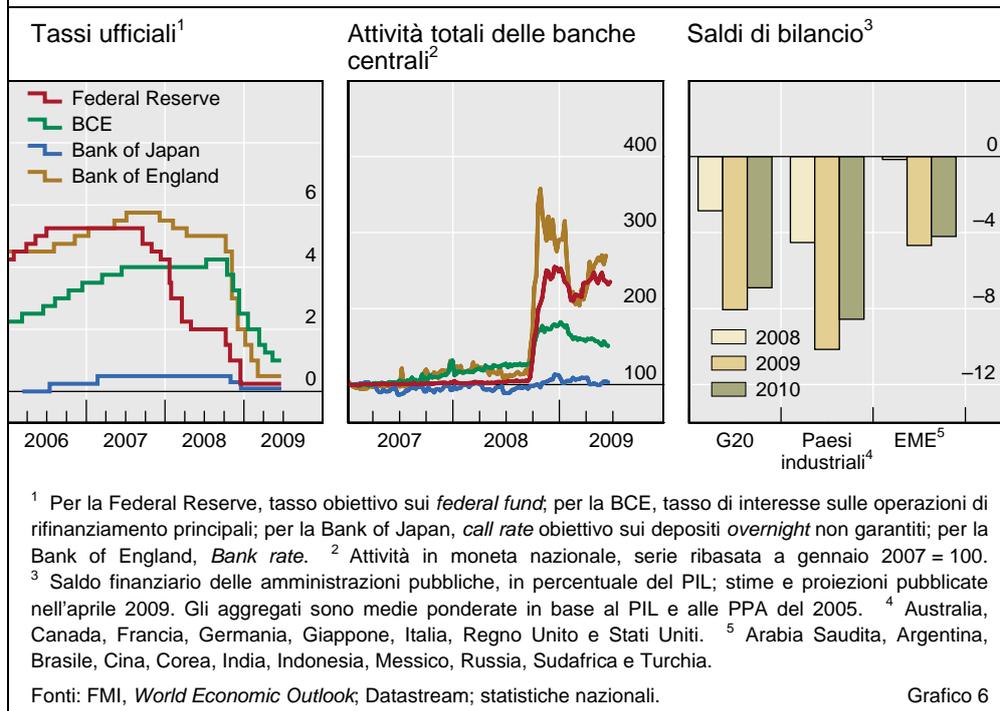
Davanti a noi, il cammino verso una ripresa in grado di autosostenersi appare difficile e lastricato di rischi. Ciò vale a prescindere dalle prospettive a breve termine, anche volendo credere ai "germogli verdi" della ripresa. Siamo confrontati a due sfide simultanee. Da un lato, dobbiamo agevolare i necessari aggiustamenti del sistema finanziario e dell'economia reale, attenuandone al tempo stesso l'impatto su crescita e occupazione. Dall'altro, dobbiamo assicurarci che le risposte di breve periodo alla crisi non ipotechino il futuro, prestando particolare attenzione alla sostenibilità e alle strategie di uscita.

La correzione economica è condizione indispensabile per una ripresa che si autosostenga. Il processo di aggiustamento è iniziato, ma è ben lontano dall'essere concluso. Le nostre economie risentono ancora delle profonde distorsioni che questo insostenibile boom ha creato nei settori sia finanziario sia reale. Dopo tutto, questi settori sono due facce della stessa medaglia. Il settore finanziario deve ridimensionarsi, perché ha raggiunto proporzioni eccessive e ha accumulato attivi di dubbia qualità. Occorre trovare nuovi modelli di business. In vari paesi il debito e il grado di leva dei settori sia finanziario sia non finanziario devono continuare a calare; e i tassi di risparmio delle famiglie salire a livelli più ragionevoli. L'eccesso globale di capacità presente nei settori che facevano massiccio ricorso all'indebitamento, come quelli dell'edilizia e degli autoveicoli, va smaltito. Inoltre, le strutture produttive devono abbandonare i modelli di crescita basati su esportazioni e leva finanziaria a favore di modelli più equilibrati. Tutto questo non può accadere da un giorno all'altro.

Il risanamento del sistema finanziario è una priorità assoluta. Le autorità devono assicurarsi che le perdite vengano contabilizzate, gli impieghi deteriorati siano rimossi, il sistema venga ricapitalizzato e ristrutturato, le condizioni di parità concorrenziale ripristinate e la capacità eccedente eliminata. Questi interventi sono necessari per consentire al sistema finanziario di operare efficacemente e per porre le fondamenta della sua redditività di lungo periodo. Anche se sono stati compiuti progressi, perseveranza e determinazione restano essenziali. La risoluzione completa dei problemi di fondo si è scontrata con vari ostacoli: la complessità dei prodotti strutturati, l'importante operatività internazionale di alcune delle istituzioni colpite, il riconoscimento tardivo della crisi di solvibilità che si celava dietro i problemi di liquidità, le difficoltà dell'iter politico.

In mancanza di una risoluzione efficace dei problemi del sistema finanziario, gli interventi monetari e fiscali senza precedenti messi in atto

Lo stimolo senza precedenti impartito dalle politiche monetarie e di bilancio



corrono il rischio di non produrre effetti tangibili, se non quello di fornire sollievo nel breve periodo (grafico 6). Nelle principali economie industriali le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali su livelli prossimi o pari a zero e utilizzato i propri bilanci in maniera aggressiva per migliorare il funzionamento dei mercati monetari e creditizi, nonché per influenzare i rendimenti obbligazionari a lungo termine. Così facendo, si sono accollate con riluttanza parte dell'attività di intermediazione normalmente condotta dal settore privato. I governi, dal canto loro, hanno drasticamente rilassato l'orientamento delle politiche di bilancio; i disavanzi e il debito pubblico sono saliti considerevolmente e dovrebbero continuare ad aumentare.

Nella migliore delle ipotesi, la mancanza di effetti tangibili potrebbe ritardare l'avvio di una ripresa in grado di autosostenersi; nella peggiore, potrebbe comprometterla. In particolare, i timori degli operatori finanziari in merito all'insostenibilità delle posizioni di bilancio e, di conseguenza, all'inflazione futura rischiano di turbare i mercati del debito sovrano fin da oggi. Ciò potrebbe mettere seriamente alla prova i limiti dell'intervento pubblico e costringere all'abbandono disordinato delle politiche fiscali adottate.

Allorché la ripresa si farà evidente, occorrerà revocare prontamente lo stimolo impartito e lasciare che i mercati recuperino il ruolo che spetta loro nell'allocazione delle risorse. Procrastinare il disimpegno equivarrebbe a perpetuare le distorsioni concorrenziali e rischierebbe di generare pressioni inflazionistiche o di gettare i semi del prossimo squilibrio.

Nei fatti, uscire tempestivamente dalle politiche adottate non sarà facile. Esistono difficoltà di ordine tecnico. Per loro natura, alcune delle misure di bilancio messe in atto sono difficili da revocare. Analogamente, potrebbe non

risultare sempre agevole per le banche centrali ridimensionare i propri bilanci o abbandonare il loro ruolo attuale di *market-maker*. Anche qualora vi sia consenso politico al riguardo, è possibile che occorra tempo prima che i governi possano eliminare gli schemi di garanzia e rivendere le attività acquisite. La principale difficoltà, tuttavia, concerne la scelta del momento opportuno e dei tempi del disimpegno. Vero è che esiste il rischio di un'uscita prematura. Ma l'esperienza insegna che ancora maggiore è il rischio di un'uscita tardiva o troppo lenta, o ancora – nel caso della politica di bilancio – quello di non uscire affatto. Proprio in questa direzione spingono in maniera preponderante le pressioni di politica economica.

Come si può minimizzare il rischio di un'uscita tardiva o troppo lenta? Non esiste una risposta semplice. Ma fare chiarezza – riguardo agli obiettivi dell'intervento, ai ruoli rispettivi di governi e banche centrali, e alle strategie di uscita – è di fondamentale importanza. È di questa chiarezza che abbiamo bisogno oggi.

La meta: la nuova normalità

A più lungo termine, il compito delle autorità è quello di modificare gli assetti delle politiche al fine di limitare il rischio che in futuro si ripresenti un evento tanto oneroso quanto quello attuale. Dobbiamo tendere a una situazione duratura di stabilità finanziaria, monetaria e macroeconomica. Ciò richiede che vengano aggiustate le politiche sia finanziarie sia macroeconomiche. Se vogliamo cogliere le opportunità che offre questo frangente di crisi, le riforme vanno avviate senza indugio. E dovranno essere sostenute da una più stretta cooperazione internazionale.

Una delle principali linee di difesa contro l'instabilità finanziaria consiste in un migliore quadro di riferimento per la regolamentazione, la vigilanza e la supervisione finanziaria. Come discusso nella *Relazione annuale*, occorre adottare un approccio olistico, che contempri presidi più solidi relativamente a strumenti, mercati e intermediari. Ciò significa instaurare meccanismi più adeguati per valutare l'idoneità e i rischi degli strumenti finanziari di nuova creazione. Significa promuovere un maggiore accentrimento della compensazione, del regolamento ed eventualmente delle contrattazioni. Significa accrescere la solidità di ogni singolo intermediario, mediante un più rigoroso consolidamento delle esposizioni fuori bilancio e il miglioramento della contabilità e degli standard patrimoniali e di liquidità. Ma, sopra ogni cosa, implica che venga rafforzato l'orientamento macroprudenziale della regolamentazione e della vigilanza, un tema centrale del lavoro condotto dalla BRI da molti anni a questa parte. Ciò significa focalizzarsi fermamente sui rischi a livello di sistema e affrontare la prociclicità del sistema finanziario. Attuando tale orientamento mediante un approccio fondato su regole, che ricorra per quanto possibile a stabilizzatori automatici, le autorità sarebbero agevolate nel prendere misure restrittive in tempi di congiuntura favorevole. Anche in questo caso, tuttavia, potrebbe rendersi inevitabile affidarsi a qualche forma di discrezionalità.

Dallo scoppio della crisi il G20, il Financial Stability Board, gli organi internazionali di emanazione degli standard e le autorità nazionali hanno compiuto insieme notevoli progressi in questi ambiti; alcune delle loro iniziative erano anzi ben avviate già prima delle turbolenze. Si è manifestata una chiara volontà di muovere in direzione dell'impiego di controparti centrali nella negoziazione degli strumenti derivati. Le autorità di regolamentazione prudenziale hanno adottato importanti misure per rafforzare i presidi patrimoniali e di liquidità; unitamente agli organi di normazione contabile, hanno intensificato gli sforzi volti a riconciliare le prassi contabili con una sana gestione del rischio. Infine, sono in corso vari progetti destinati a rendere operativo l'approccio macroprudenziale, sulla scia dei consensi che sta raccogliendo a livello internazionale. La BRI prende attivamente parte a tutte queste iniziative.

Ma una migliore regolamentazione non basterà; altrettanto essenziale sarà aggiustare in maniera complementare i quadri di riferimento delle politiche macroeconomiche. L'aggiustamento dovrebbe comportare una maggiore simmetria della risposta all'accumulo e alla correzione degli squilibri finanziari. Occorrerà esaminare come incorporare in modo più proficuo i boom del credito e dei prezzi delle attività e l'associata assunzione di rischio all'interno dei quadri di riferimento della politica monetaria. Del pari, dovremmo considerare ulteriormente il potenziale ruolo della politica fiscale, compreso quello dell'imposizione e dei saldi di bilancio. Non da ultimo, sappiamo ora che i boom del credito e dei prezzi delle attività possono celare gravi debolezze nei conti pubblici. Essi possono pertanto complicare il perseguimento di una politica di bilancio prudente proprio quando questa è più necessaria.

Allo stesso tempo, esistono chiari limiti riguardo a ciò che possono fare le autorità: anche il settore privato è chiamato a dare il suo contributo. I modelli di business delle società finanziarie dovranno evolvere se si vuole che riconoscano la necessità di volani di capitale e di liquidità di dimensioni e qualità maggiori. Analogamente, i meccanismi della *governance* interna ed esterna dovranno essere potenziati per migliorare la gestione e ridurre l'assunzione del rischio. La funzione di gestione del rischio nelle società finanziarie deve avere priorità assoluta al livello gerarchico massimo, e non essere subordinata a funzioni operative. È fondamentale migliorare il sistema dei compensi.

Se saranno tutte portate a termine con successo, queste misure condurranno a un'auspicata nuova normalità. L'attività economica registrerà forse meno fasi di espansione mozzafiato, ma risulterà nel complesso più sostenibile, un *trade-off* inevitabile che va correttamente compreso. Il sistema finanziario sarà ridimensionato e meglio capitalizzato; e la redditività del capitale sarà sì inferiore, ma più durevole. Il perimetro regolamentare verrà ulteriormente esteso e le istituzioni finanziarie di importanza sistemica, a prescindere dalla loro configurazione giuridica, saranno meno incentivate a raggiungere dimensioni e complessità comparabili a quelle attuali. Avendo elaborato le modalità per liquidare in maniera ordinata tali istituzioni, le autorità potranno lasciare più spazio alla disciplina di mercato e abbandonare la dottrina del "troppo grande per fallire". La cooperazione internazionale favorirà

il mantenimento dell'apertura commerciale e finanziaria, eviterà la frammentazione e agevolerà la convergenza delle prassi.

L'attuazione del programma di risanamento, ripresa e riforma richiede perseveranza, pazienza e determinazione. Potrebbero attenderci tempi particolarmente difficili. Non è arduo immaginare uno scenario in cui governi sovraindebitati intervengano pesantemente nell'economia, il sistema finanziario sia sovraregolamentato, le condizioni di parità concorrenziale compromesse e la globalizzazione un ricordo del passato. I recenti segnali di protezionismo e di crescente *home bias* – talvolta conseguenza involontaria del sostegno ai sistemi finanziari nazionali – evidenziano i pericoli incombenti. È necessario opporsi a uno scenario di questo tipo, da cui scaturirebbero una crescita anemica, rischi di inflazione ben maggiori e tensioni internazionali. A questo scopo, saranno cruciali la cooperazione internazionale e un accresciuto senso di responsabilità condivisa. Come sempre nel corso della sua storia, anche in questa impresa la BRI si impegna a fare la sua parte.