

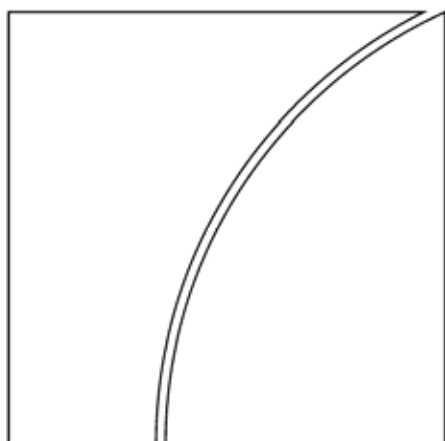


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

## Discorso del Direttore generale

Prospettive e politiche per  
l'economia mondiale

Discorso di Malcolm D. Knight  
Direttore generale della BRI



Basilea, 24 giugno 2007



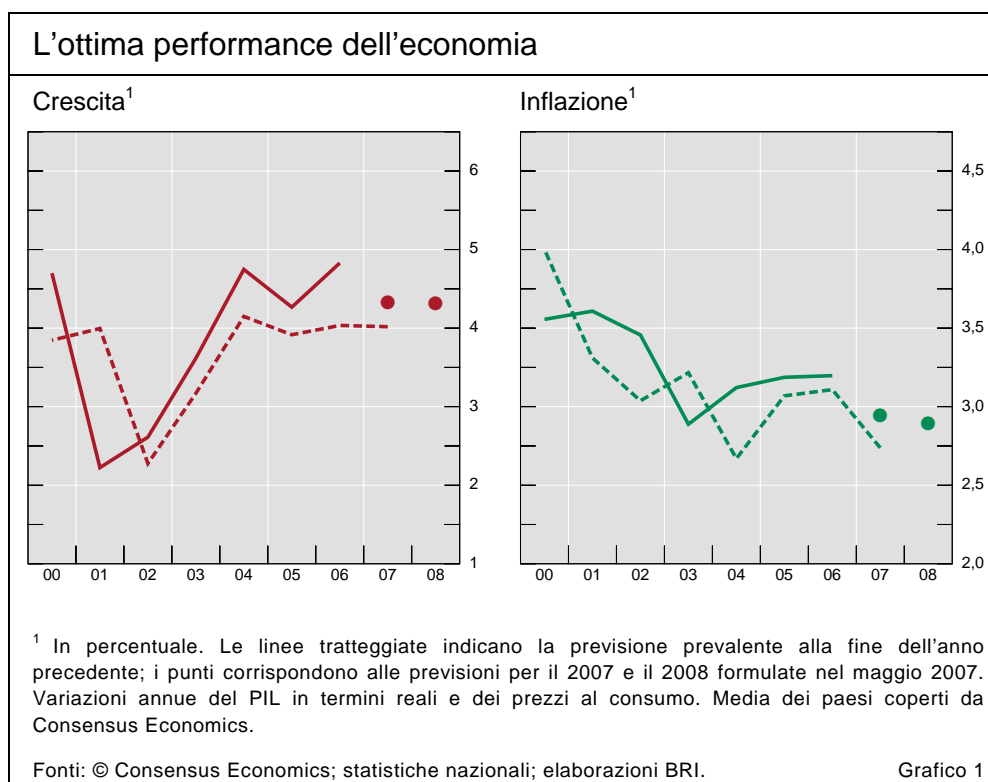
# Discorso di Malcolm D. Knight

Direttore generale della BRI

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca in Basilea il 24 giugno 2007

Signore, Signori,

il 2006 è stato un altro anno rimarchevole per l'economia mondiale. Il diagramma di sinistra del grafico 1 mostra come l'espansione globale abbia superato di un ampio margine le previsioni prevalenti. Il prodotto aggregato è aumentato di oltre il 4% per il quarto anno consecutivo, segnando così uno dei periodi di crescita più vigorosa dell'era postbellica. Inoltre, rispetto al recente passato, l'espansione è risultata maggiormente diffusa a livello internazionale. Di conseguenza, il tasso di disoccupazione ha avuto la tendenza a calare in numerosi paesi. Nel contempo, l'inflazione è rimasta in genere contenuta in gran parte delle economie, sostanzialmente in linea con le attese, come si può vedere nel diagramma di destra del grafico. E tutto ciò si è accompagnato a nuovi brillanti risultati del settore finanziario.



In una prospettiva di più lungo periodo, l'anno trascorso non è che l'ultima conferma di ciò che taluni osservatori hanno definito la "Grande Moderazione", ossia quella prolungata fase storica di volatilità relativamente bassa del prodotto e dell'inflazione cui stiamo assistendo. Certo, il cammino non è stato agevole per tutti: dagli ultimi anni ottanta vari paesi hanno sperimentato gravi difficoltà finanziarie e macroeconomiche, non ultimi il Giappone e altre economie asiatiche. Ciò nonostante, quantomeno l'ultimo decennio potrebbe senz'altro passare alla storia come un'"epoca d'oro".

La previsione prevalente per il 2007 e il 2008 indica una prosecuzione degli andamenti recenti. Come mostrano i punti rossi del diagramma di sinistra del grafico 1, la crescita del prodotto mondiale dovrebbe moderare il ritmo, avvicinandosi ai valori tendenziali stimati. Si prevede inoltre che essa diventi più equilibrata, sia a livello delle categorie di spesa, con un consolidamento degli investimenti societari e un rallentamento di quelli residenziali, sia a livello dei paesi, con un ulteriore guadagno di terreno del resto del mondo rispetto agli Stati Uniti. Del pari, ci si attende che l'inflazione rimanga quiescente, come indicano i punti verdi del diagramma di destra del grafico.

I responsabili delle politiche possono, e devono, trarre notevole soddisfazione da questa protratta evoluzione positiva. In larga misura essa è il frutto della forza straordinaria della globalizzazione, sia reale sia finanziaria, sorretta da politiche macroeconomiche e strutturali più sane e orientate al mercato. La risolutezza delle banche centrali nella lotta all'inflazione ha avuto un ruolo fondamentale per conseguire tali risultati.

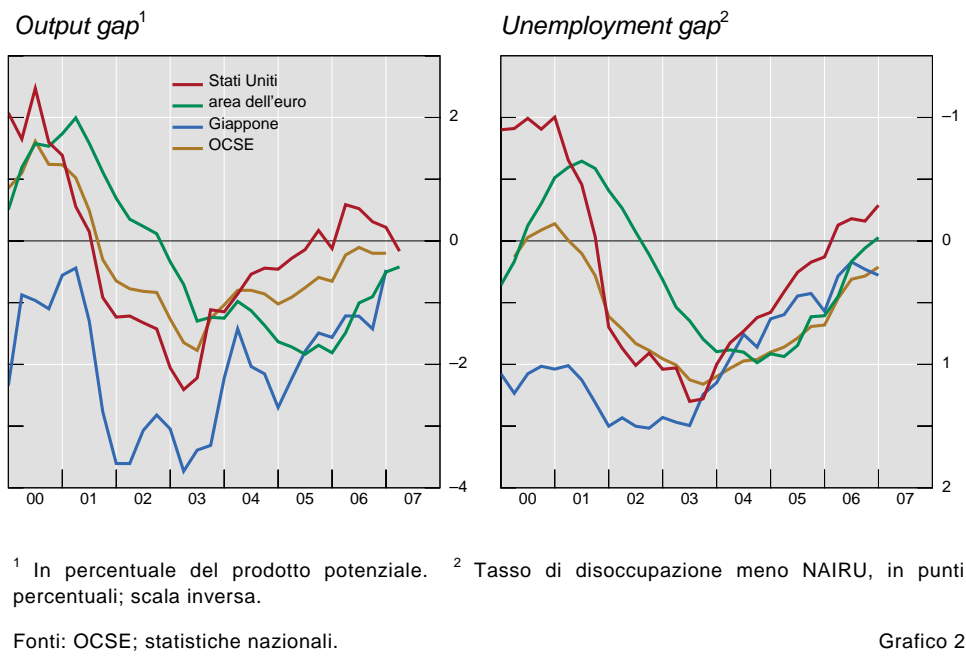
Eppure, è proprio in tempi come questi che non dovremmo indulgere nell'autocompiacimento. È compito del *policymaker* accorto sondare il paesaggio economico per vedere se, sotto la superficie tranquilla, non si stiano accumulando tensioni. Non è infatti prudente basare le politiche sui soli scenari centrali. E dovremmo apertamente riconoscere i limiti del nostro sapere.

In questo spirito, mi si consenta di vestire i panni del geologo e di esplorare alcune potenziali faglie nella tettonica dell'economia mondiale, alla ricerca di indizi del lento accumularsi di pressioni che potrebbero d'un tratto erompere. In particolare, desidero concentrarmi su tre potenziali aree critiche, che hanno attinenza rispettivamente con le prospettive di inflazione, le caratteristiche dell'attuale ciclo finanziario e la configurazione mondiale delle posizioni esterne dei paesi.

L'andamento dell'*inflazione* nel 2006 e nella prima metà del 2007 è stato ancora una volta notevolmente benigno. L'inflazione generale ha in sostanza ricalcato le oscillazioni dei prezzi dell'energia, rimanendo però nel complesso moderata. Inoltre, la dinamica dei prezzi ha continuato a mostrarsi meno reattiva che in passato agli indicatori di utilizzo della capacità nelle economie interne. E, se si eccettuano alcuni sussulti isolati, le aspettative di inflazione a lungo termine non si sono pressoché mosse in risposta alle variazioni dell'inflazione generale.

Sotto la superficie, tuttavia, è possibile che si stiano accumulando tensioni. L'inflazione depurata dei prezzi degli alimentari e dell'energia sembra aver gradatamente teso al rialzo nel 2006. Vi sono indicazioni di un simultaneo assorbimento di capacità eccedente in varie grandi economie di tutto il mondo.

## La riduzione dei margini di capacità inutilizzata

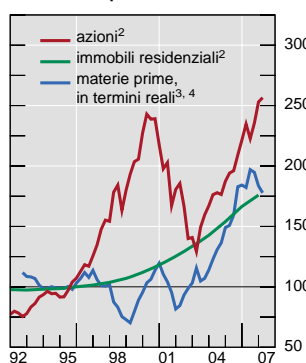


Come potete osservare nel grafico 2, ciò vale indipendentemente dall'indicatore prescelto dell'eccesso di capacità, sia esso lo scostamento della crescita del prodotto dal valore tendenziale oppure quello del tasso di disoccupazione dal suo valore stimato coerente con un'inflazione stabile nel medio periodo (NAIRU). Le rivendicazioni salariali paiono in aumento e le inchieste condotte in alcuni paesi fanno ritenere che le imprese stiano riguadagnando potere di manovra sui prezzi. I venti favorevoli della globalizzazione potrebbero essersi affievoliti, quantomeno temporaneamente, come indica la rapida crescita dei salari in paesi come la Cina. Più in generale, vi è considerevole incertezza per quanto riguarda il potenziale effetto cumulato derivante dal mantenimento dei tassi ufficiali su livelli così bassi per un periodo così lungo, come dimostra anche l'espansione cumulata degli aggregati monetari e creditizi – un aspetto su cui tornerò più avanti. E non sarebbe prudente trarre eccessivo conforto dalla stabilità delle aspettative di inflazione, considerato quanto poco sappiamo sulle loro determinanti.

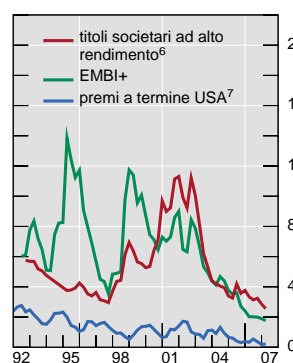
Cosa dire delle vulnerabilità finanziarie? Tutti gli indicatori riportati nei diagrammi del grafico 3 evidenziano che i *mercati finanziari* hanno attraversato un periodo rimarchevole durante la ripresa mondiale seguita al rallentamento del 2001. Come si può vedere nel diagramma di sinistra, le quotazioni delle attività sono andate rapidamente crescendo. La forte ascesa dei prezzi degli immobili residenziali in varie parti del mondo ha alimentato la dinamica insolitamente vigorosa dei mercati ipotecari. I corsi azionari si sono riavuti dal crollo delle borse mondiali del 2000 e le materie prime, intese come strumento di investimento, hanno offerto talora rendimenti molto interessanti. Il diagramma centrale mostra inoltre che i premi al rischio, specie nei mercati del reddito fisso, hanno raggiunto i minimi storici, a prescindere dal rischio di insolvenza. Come potete poi vedere nel diagramma di destra, eccettuati alcuni periodi limitati, gli indicatori della volatilità a breve termine sono risultati

## Il vigore dei mercati delle attività

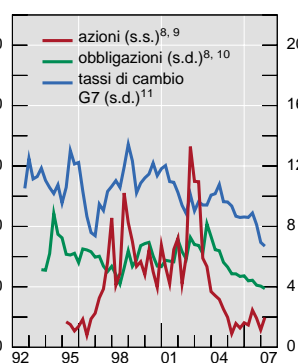
Prezzi di attività e materie prime<sup>1</sup>



Spread obbligazionari<sup>4,5</sup>



Volatilità implicite<sup>4</sup>



<sup>1</sup> 1995 = 100. <sup>2</sup> Sedici paesi dell'OCSE; media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>3</sup> Indice elaborato da Goldman Sachs per i prezzi delle materie prime, in termini di dollari USA, deflazionato per l'IPC degli Stati Uniti. <sup>4</sup> Medie trimestrali. <sup>5</sup> In punti base. <sup>6</sup> A partire dal dicembre 1997, media semplice degli indici dell'alto rendimento di Stati Uniti e area dell'euro; in precedenza, dati statunitensi. <sup>7</sup> Stimati per i titoli del Tesoro decennali a cedola zero. <sup>8</sup> Media semplice di Stati Uniti e Germania. <sup>9</sup> Volatilità desunte dal prezzo delle opzioni di acquisto su indici azionari. <sup>10</sup> Volatilità desunte dal prezzo delle opzioni di acquisto relative a futures su titoli del Tesoro decennali. <sup>11</sup> Indice di riferimento elaborato da JPMorgan per il livello della volatilità implicita delle valute del G7.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Merrill Lynch; JPMorgan Chase; OCSE; statistiche nazionali.

Grafico 3

insolitamente bassi per un'ampia gamma di strumenti, comprese le valute. Più in generale, l'attività è stata molto intensa, contribuendo alla redditività senza precedenti registrata su scala mondiale da molti settori della finanza.

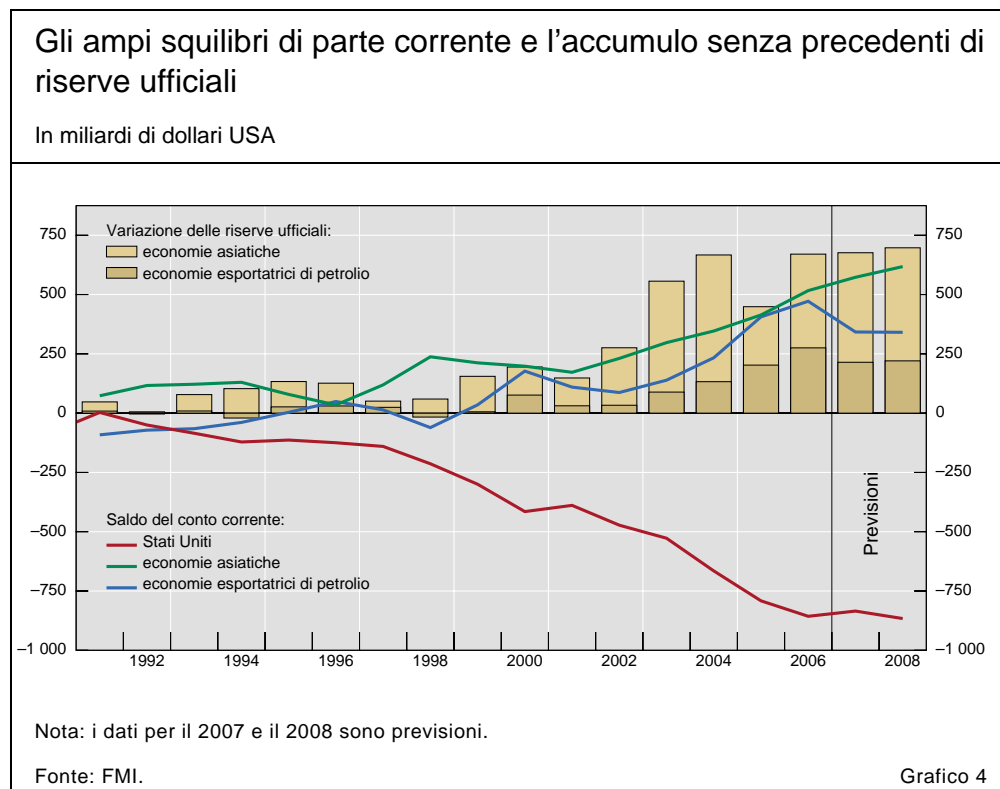
È ben possibile che tali tendenze continuino ancora per qualche tempo. Ma vi è da chiedersi se non si siano già spinte troppo avanti. È vero che la solida performance dell'economia mondiale può in parte spiegare tanta vivacità. Purtroppo, non si può non ravvisare nell'attuale clima di mercato quel senso di esuberanza, o addirittura di eccessiva baldanza, che in passate occasioni non si è dimostrato di buon auspicio per il seguito degli eventi. Il rapido recupero osservato dopo le due impennate della volatilità nel maggio-giugno 2006 e nel febbraio-marzo 2007 è indubbiamente sintomatico della considerevole resilienza dei mercati finanziari. Ma costituisce al tempo stesso una riprova della forte tolleranza verso il rischio che continua a pervadere i mercati.

In siffatte condizioni, il pericolo è duplice. In primo luogo, i mercati finanziari potrebbero divenire essi stessi fonte di turbative e di tensioni. In secondo luogo, fatto ancora più importante, le vulnerabilità in essi presenti potrebbero tendere ad amplificare un eventuale rallentamento dell'economia reale. In particolare, l'andamento dei mercati finanziari in occasione dei predetti episodi di accresciuta volatilità non dice molto su come gli stessi mercati potrebbero comportarsi in un contesto macroeconomico più difficile.

Da questo punto di vista, ogni possibile rischio in senso recessivo per l'economia mondiale merita particolare attenzione. Al riguardo, il quadro è eterogeneo. Da un lato, sussistono effettivamente alcuni pericoli. L'economia

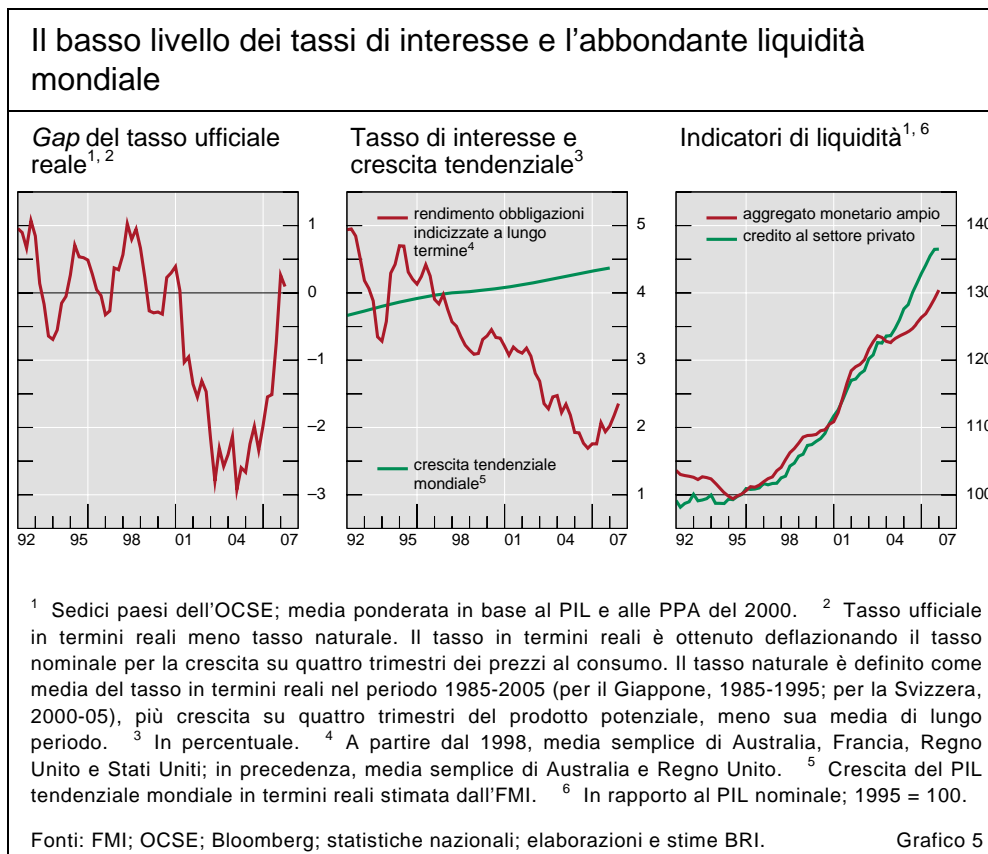
statunitense, ad esempio, potrebbe rivelarsi meno robusta di quanto si preveda attualmente, specie se i problemi nel settore delle abitazioni si dimostrassero persistenti. Benché rispetto alla prima parte di questo decennio il resto del mondo appaia oggi in condizioni migliori per resistere ai connessi effetti indotti, si sa ancora troppo poco sulla forza e sulla natura dei legami finanziari e psicologici in un mondo sempre più globalizzato. Più in generale, sarebbe lecito interrogarsi sulla capacità di tenuta della spesa per consumi, che in molti paesi si è retta sulla percezione di forti incrementi di ricchezza generata dal rincaro delle attività, specie immobiliari, e sul crescente indebitamento. D'altro canto, l'auspicata graduale normalizzazione dei tassi di interesse ufficiali in atto e il lieve miglioramento delle finanze pubbliche hanno ampliato il margine di manovra per reagire a un'eventuale flessione economica. Tale margine risulterebbe tuttavia ben più ridotto se il fattore di innesco fosse un'inattesa fiammata dell'inflazione che rendesse necessario un brusco inasprimento monetario.

La configurazione mondiale delle ampie *posizioni esterne* ha dato anch'essa prova di notevole robustezza. In effetti, lo scorso anno i disavanzi correnti hanno continuato a essere finanziati agevolmente. E il fatto che, come mostrano per più regioni le linee del grafico 4, i saldi di conto corrente si siano pressoché stabilizzati in percentuale del PIL ha concorso a instillare nei mercati un sentimento di benevola indifferenza nei confronti di questi sviluppi. Nello stesso tempo, sono proseguiti senza sosta gli afflussi lordi e netti di capitali alle economie emergenti. Il risultato, come mostrano le colonne nello stesso grafico, è stato un nuovo accumulo record di riserve valutarie ufficiali, specie in alcuni paesi dell'Asia e fra gli esportatori di petrolio.



Anche queste tendenze degli squilibri mondiali e dell'accumulo di riserve potrebbero continuare per qualche tempo. Ma, di nuovo, ci si può domandare con quali danni collaterali e quali distorsioni. Alcune delle distorsioni attengono all'economia interna. Nei paesi dove il conto corrente è in disavanzo, le posizioni esterne sono in larga misura il riflesso di una vigorosa spesa per consumi e degli associati cali nel risparmio delle famiglie, anziché di investimenti produttivi capaci di accrescere i redditi futuri. Quanto ai paesi in avanzo corrente, nelle economie dove si sono andate accumulando riserve valutarie si è rivelato sempre più difficile contrastare la rapida espansione monetaria e creditizia e l'ascesa dei prezzi delle attività, il che potrebbe acuire le vulnerabilità di fronte a tensioni finanziarie e aggravare le pressioni inflazionistiche future. Questi sviluppi potrebbero parimenti recare pregiudizio all'efficienza dei sistemi finanziari nazionali. Altre distorsioni concernono maggiormente il sistema finanziario globale. La gestione di un volume senza precedenti di riserve valutarie ufficiali, concentrate nelle mani di pochi paesi, è destinata a originare problemi rilevanti di natura economica e persino politica. Più in generale, non è da sottovalutare la minaccia del protezionismo economico.

Vi sono senza dubbio molti fattori alla base delle linee di faglia sui tre fronti dell'inflazione, dell'evoluzione del mercato finanziario e delle posizioni sull'estero. Ma se dovessi sceglierne uno solo che in varia misura le accomuna tutte, come causa oppure come sintomo, indicherei il livello insolitamente basso dei tassi di interesse in termini reali presente da così lungo tempo, come mostrano i diagrammi di sinistra e centrale del grafico 5. E ciò proprio in





un'epoca in cui, paradossalmente, il livello di equilibrio di lungo periodo di tali tassi potrebbe addirittura essere salito, in linea con l'aumento del potenziale di crescita dell'economia mondiale, osservabile nel diagramma di destra, nonché con la globalizzazione e il diffondersi dei progressi tecnologici.

Sebbene nelle ultime settimane i saggi di interesse a più lungo termine siano aumentati, le tracce lasciate da questo periodo prolungato di tassi reali contenuti sono facilmente reperibili. La resistenza all'apprezzamento del tasso di cambio – accompagnata da quella forma rischiosa di arbitraggio finanziario nota come “carry trade” – ha contribuito a trasmettere al resto del mondo l'esiguo livello dei tassi di interesse di alcune importanti valute. L'investimento di un volume senza precedenti di riserve in titoli di Stato denominati nelle principali valute ha a sua volta accresciuto le spinte al ribasso sui premi a termine. Il più basso fattore di sconto è stata un'importante determinante della crescita della leva finanziaria e dei prezzi delle attività, sia reali sia finanziarie. E i minori tassi di interesse hanno favorito la dilagante caccia al rendimento nei mercati delle attività. Come evidenziato nel diagramma di destra del grafico, la rapida espansione degli aggregati monetari e creditizi in atto da qualche tempo è parte integrante dello stesso fenomeno, che gli operatori chiamano sinteticamente “liquidità”, ovvero la sensazione che i fondi siano facilmente disponibili a condizioni straordinariamente attraenti.

Sulla scorta di questa analisi, quali sono le sfide che si pongono alle politiche? Alcune di esse riguardano istanze diverse dalle banche centrali. Occorre, ad esempio, ulteriore prudenza nelle politiche di bilancio, in modo da trarre pieno vantaggio dalla buona congiuntura. Il continuo accumulo di passività latenti associato ai costi della previdenza sociale e della sanità rende ancora più urgente tale approccio. Sarebbero inoltre auspicabili politiche strutturali finalizzate ad accrescere maggiormente la flessibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti. Non da ultimo, iniziative volte a facilitare il passaggio di risorse fra i settori *tradable* e *non-tradable* nei paesi sia in avanzo sia in disavanzo potrebbero assecondare l'ordinato aggiustamento delle posizioni esterne. Altre sfide riguardano invece più direttamente le banche centrali e le autorità di vigilanza, cui compete la stabilità monetaria e finanziaria.

Per quanto concerne la politica monetaria, le autorità dovrebbero continuare a normalizzare gradualmente il livello dei tassi ufficiali, fintantoché le condizioni interne lo consentono. Ciò contribuirebbe a contenere i rischi di inflazione. E contribuirebbe in via accessoria anche a contrastare l'accumularsi nel mercato finanziario di vulnerabilità connesse con una sottovalutazione dei rischi. Una siffatta normalizzazione significherebbe altresì permettere al tasso di cambio di apportare un contributo maggiore alla correzione nei paesi in cui le autorità intervengono massicciamente sui mercati valutari.

Per quanto concerne la politica di vigilanza, le autorità dovrebbero agire lungo varie linee complementari. In primo luogo, occorrerebbe raddoppiare gli sforzi per rafforzare l'infrastruttura finanziaria. Le misure intraprese nel recente passato per migliorare la conferma e il regolamento delle transazioni in derivati creditizi costituiscono un ottimo esempio al riguardo. Nelle economie emergenti dovrebbe proseguire l'opera lodevole avviata per sviluppare i mercati interni dei capitali. In secondo luogo, le autorità dovrebbero adoperarsi, attraverso il

processo di controllo prudenziale, al fine di incoraggiare comportamenti prudenti. Il recente rapporto del Financial Stability Forum auspicante una maggiore trasparenza dei profili di rischio e una migliore gestione dei rischi di controparte nei confronti degli *hedge fund* costituisce un passo utile in questa direzione. Altrettanto può dirsi delle iniziative volte a favorire i progressi in materia di prove di stress o a sollecitare prudenza nelle prassi creditizie, non da ultimo nelle economie emergenti. In terzo luogo, è necessario che le autorità compiano ulteriori passi avanti nell'aggiornamento dei dispositivi regolamentari. Nuovi decisi progressi verso l'attuazione dei principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria sarebbero benvenuti. Più in generale, come discusso nella Relazione annuale della BRI di quest'anno, si dovrebbe dedicare ulteriore attenzione a come rafforzare l'orientamento macroprudenziale degli assetti regolamentari e di vigilanza. Un'ultima raccomandazione, non meno importante, è che prosegua l'azione discreta intesa a perfezionare i meccanismi per la gestione di eventuali turbative finanziarie future.

Nel perseguire queste politiche, a prescindere dalla loro natura specifica, una cosa è chiara. In un mondo sempre più globalizzato assumono fondamentale importanza il dialogo e la cooperazione fra le autorità nazionali. La BRI continuerà, come ha già fatto nel corso dell'intera sua esistenza, a fornire la sede per la promozione e l'approfondimento del dialogo fra tutte le autorità preposte alla stabilità monetaria e finanziaria.

