



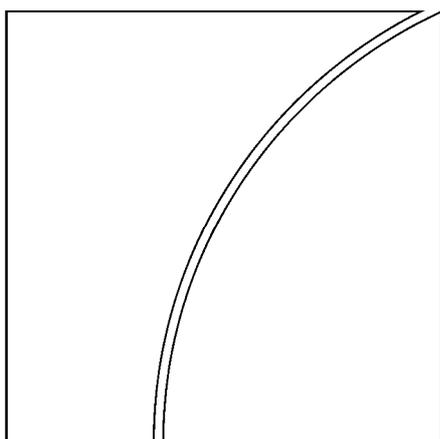
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Discorso del Direttore generale

Tre sfide per le politiche economiche mondiali

Discorso di Jaime Caruana
Direttore generale della BRI

Basilea, 28 giugno 2010



Discorso di Jaime Caruana

Direttore generale della BRI

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca
in Basilea il 28 giugno 2010

Signore, Signori,

i responsabili delle politiche in tutto il mondo continuano a muoversi su un terreno insidioso. Considerate le difficili circostanze, le politiche perseguite a livello globale nell'arco degli ultimi due anni possono rivendicare alcuni successi. Le misure straordinarie intraprese hanno scongiurato il tracollo del sistema finanziario e contribuito ad arrestare la grande contrazione dell'attività economica internazionale. La forte espansione della domanda interna in molti paesi emergenti ha concorso a tale risultato.

Ma le sfide che si presentano oggi non sono meno complesse di quelle di un anno fa. Il margine di manovra delle politiche macroeconomiche si è ristretto. Gran parte dei paesi avanzati sta raggiungendo i limiti dell'espansione fiscale. Il compito essenziale di ridurre la leva finanziaria e risanare i bilanci non è ancora terminato. I provvedimenti straordinari intendono favorire un aggiustamento ordinato, ma in certi casi stanno ritardando i necessari adeguamenti del sistema finanziario e dell'economia reale.

Le vulnerabilità residue nel sistema bancario internazionale continuano a pesare sulla fiducia. Va riconosciuto che molte banche hanno costituito riserve precauzionali di capitale superiori a quelle antecedenti la crisi e che svariati fattori temporanei hanno alimentato i profitti bancari. Ciò nonostante, varie sfide attendono il sistema finanziario internazionale. Alcune banche potrebbero incontrare difficoltà a superare la crisi grazie ai soli utili, considerate le prospettive di nuove perdite su crediti, aumento dei costi di finanziamento e pressioni significative sul fronte del rifinanziamento. Il contagio proveniente dai problemi di finanza pubblica accresce queste difficoltà. Il sistema finanziario resta vulnerabile a mutamenti avversi del clima di mercato, come dimostrano le recenti turbolenze. Molti segmenti dei mercati finanziari dipendono ancora dal sostegno di parte ufficiale.

La manovra della politica economica in siffatte circostanze richiede un delicato equilibrio. Occorre una prospettiva ben articolata di medio periodo che possa guidare tutte le politiche, comprese quelle finalizzate a sostenere una ripresa ancora fragile e a mantenere in funzionamento il sistema finanziario. Le politiche devono favorire la correzione promuovendo il risanamento dei bilanci

bancari, la riduzione della leva finanziaria e lo sviluppo di un modello di crescita meno dipendente dal credito. Le misure specificamente necessarie varieranno a seconda delle particolari circostanze di ciascun paese. L'entità dei problemi di finanza pubblica e lo stato di salute del sistema bancario differiscono da un paese all'altro, e non esiste pertanto una prescrizione valida per tutti.

Le banche centrali devono mantenere un orizzonte di medio periodo nell'impostazione della politica monetaria. Sebbene l'inflazione di fondo sia al momento bassa nelle principali economie avanzate, e non vi siano motivi di attendersi un suo marcato rialzo a breve termine, occorre rimanere vigili di fronte ai rischi di qui a qualche anno. Nelle circostanze attuali, considerato l'aumento così rapido del debito pubblico, la semplice aspettativa che le banche centrali siano disposte a tollerare un rialzo dell'inflazione potrebbe facilmente turbare i mercati.

Quest'oggi, tuttavia, desidero concentrarmi su tre sfide più generali che si pongono sul piano delle politiche.

- La prima e più immediata consiste nel compiere un convincente primo passo nella riduzione dei disavanzi di bilancio nelle economie avanzate. A ciò dovrebbero accompagnarsi riforme microeconomiche che favoriscano una crescita sostenibile. Allo stesso tempo, una maggiore flessibilità del tasso di cambio potrebbe contribuire a rafforzare la domanda interna in alcuni paesi emergenti, e sostenere così la crescita mondiale in questo frangente.
- La seconda sfida è favorire le necessarie correzioni dei bilanci e la modifica dei comportamenti nel settore finanziario. Il sostegno ufficiale era inteso a promuovere una correzione ordinata, ma se sarà mantenuto troppo a lungo finirà per creare *moral hazard*, minare l'attività di intermediazione del settore privato e generare nuovi rischi latenti.
- La terza sfida è quella di finalizzare gli accordi internazionali di riforma della regolamentazione finanziaria. Al riguardo, dovremmo assicurarci che le considerazioni di rischio sistemico trovino spazio in tutti gli aspetti della regolamentazione e della vigilanza. Nel costruire un quadro di riferimento più ampio per la stabilità finanziaria, dobbiamo inoltre garantire che le politiche macroprudenziali e macroeconomiche si completino e si rafforzino a vicenda, al fine di contenere in modo preventivo l'accumulo di vulnerabilità finanziarie. Tutto ciò è al centro dei lavori in corso qui a Basilea.

Procrastinare l'adozione di azioni efficaci per fronteggiare queste sfide comporterebbe rischi significativi.

Correzione delle finanze pubbliche e riequilibrio internazionale

La prima sfida consiste nella correzione delle finanze pubbliche. La crescita mondiale non può più essere sorretta da politiche di bilancio espansive nelle economie avanzate. I disavanzi di bilancio strutturali in molti paesi sono semplicemente troppo elevati: persino al bassissimo livello attuale dei tassi di interesse a lungo termine i rapporti debito pubblico/PIL si trovano già su una

traiettorie insostenibili. Inoltre, gran parte dei paesi industriali dovrà riformare i sistemi pensionistici e sanitari se si vorranno contenere gli aumenti futuri della spesa collegata all'età. In mancanza di riforme di rilievo, gli episodi di volatilità nei mercati finanziari potrebbero senz'altro divenire più pronunciati e interagire pesantemente con le fragilità del sistema finanziario. Ciò rischia di perturbare i mercati, inasprire le condizioni di finanziamento e indurre un marcato aumento dell'avversione al rischio.

Vari paesi europei stanno introducendo politiche di pronta correzione dei disavanzi. Siffatti interventi non sono mai facili, e i governi che hanno avuto il coraggio di muoversi in questa direzione vanno elogiati. È facile per gli oppositori citare gli effetti avversi che tali politiche potrebbero avere sulla crescita del reddito e sull'occupazione nel breve periodo. Ma nelle attuali tese circostanze, l'alternativa di dover fronteggiare le turbative finanziarie e macroeconomiche derivanti da un'improvvisa perdita di fiducia del mercato sarebbe di gran lunga peggiore.

L'adozione di programmi di medio periodo di risanamento dei bilanci, che contemplino l'applicazione immediata di alcune misure e l'obiettivo generale di ridurre i disavanzi di vari punti percentuali del PIL nell'arco di alcuni anni, comporterebbe benefici significativi. La maggiore prevedibilità e trasparenza delle proiezioni di bilancio promuoverebbe un livello più basso e stabile dei tassi di interesse reali a lungo termine, contribuirebbe a moderare le aspettative di inflazione e ridurrebbe la volatilità del sistema finanziario. In definitiva, migliorerebbero le prospettive per gli investimenti e quindi per una crescita sostenibile. Tali benefici possono essere rafforzati da misure istituzionali volte ad accrescere la credibilità delle proiezioni stesse. Mediante provvedimenti legislativi si potrebbero rendere più stringenti i vincoli ai rapporti debito/PIL o ai disavanzi futuri. Previsioni ufficiali sull'andamento dei conti pubblici potrebbero essere formulate o convalidate da agenzie indipendenti.

L'onere del risanamento dei conti pubblici può essere ulteriormente ridotto integrando la correzione con riforme microeconomiche intese a promuovere una crescita sostenibile. In molti paesi vi sono ampie opportunità per riforme di questo tipo. Esse potrebbero ad esempio riguardare: i sistemi di previdenza sociale; le politiche del lavoro e dell'amministrazione pubblica che scoraggiano la creazione di posti di lavoro nel settore privato e limitano la flessibilità dei salari; i regolamenti che soffocano l'iniziativa e gli investimenti delle imprese; i meccanismi di mercato che ostacolano la concorrenza, e così via. L'elenco potrebbe proseguire.

In molte economie avanzate il risanamento delle finanze pubbliche è essenziale per ridurre gli squilibri interni fra risparmio e investimenti, e promuovere così una crescita sostenibile. In vari paesi che si stanno riprendendo dal crollo del mercato delle abitazioni i tassi di risparmio delle famiglie sono aumentati e le costruzioni residenziali si sono ridotte. Considerate queste variazioni della spesa, è probabile che i disavanzi di conto corrente in molti paesi si riducano in misura sostanziale. Stiamo già cominciando a vederne i segnali: ad esempio, il deficit corrente degli Stati Uniti è sensibilmente calato.

La contropartita della correzione nei paesi in disavanzo dovrebbe essere un'azione speculare di riequilibrio nei paesi che presentano avanzi ampi e persistenti del conto corrente. Il vigoroso recupero della domanda interna in Cina ha indotto una consistente riduzione del surplus di parte corrente del paese. Ciò ha concorso in misura significativa a stabilizzare l'economia internazionale in un momento in cui la ripresa nelle economie avanzate risultava assai fragile. Sebbene il riequilibrio della crescita mondiale sia indispensabile, esso non dovrebbe avvenire a costo di creare nuove vulnerabilità finanziarie e volatilità macroeconomica.

Il recupero della domanda in alcune economie emergenti si è associato a ingenti flussi di capitali, una forte espansione del credito bancario e al rialzo dei prezzi delle attività. Tali andamenti mettono molti paesi di fronte a scelte difficili. In alcuni casi l'apprezzamento valutario ha concorso a controbilanciare l'aumento delle spinte inflazionistiche. In altri casi, tuttavia, le banche centrali hanno cercato di contrastare l'apprezzamento intervenendo pesantemente nei mercati dei cambi. Alcune autorità monetarie potrebbero persino essersi astenute dall'innalzare i tassi ufficiali, malgrado le crescenti pressioni inflazionistiche. Se mantenute troppo a lungo, le politiche volte ad arginare l'aggiustamento valutario creeranno rischi per l'economia interna. Esse possono provocare distorsioni nei mercati finanziari locali, alimentare un'eccessiva espansione interna del credito e non fare altro che aggravare le incipienti spinte inflazionistiche. Tali politiche ritarderebbero inoltre la correzione internazionale degli squilibri di conto corrente.

Risanamento dei bilanci e ridimensionamento del ruolo del settore pubblico nell'intermediazione finanziaria

La seconda importante sfida che si presenta è quella di affrontare risolutamente le carenze ancora presenti nel sistema bancario e ridimensionare il ruolo del settore pubblico nell'intermediazione finanziaria. La presenza diffusa di enti semipubblici e l'ampio ricorso a garanzie statali implicite, politiche di credito preferenziali e altri strumenti analoghi pregiudicano la disciplina di mercato. Il settore pubblico ha assunto un ruolo ancora maggiore all'interno del sistema finanziario come conseguenza diretta della crisi. Gran parte delle misure di sostegno adottate dai governi a favore del settore finanziario doveva, nelle intenzioni, durare il tempo strettamente necessario affinché le banche e le altre società finanziarie effettuassero gli aggiustamenti del caso, assorbendo le perdite collegate alle attività tossiche, raccogliendo nuovo capitale azionario, sviluppando fonti più stabili di approvvigionamento e adottando modelli di business che richiedessero un minore ricorso alla leva finanziaria.

Le autorità dovrebbero adoperarsi attivamente affinché le banche compiano ulteriori progressi in tutti questi ambiti. Alcuni istituti non hanno ancora riconosciuto in maniera trasparente nei rispettivi bilanci l'insieme delle perdite subite. Benché abbiano raccolto nuovi capitali, le banche devono ancora posizionarsi in modo da poter sopportare meglio le perdite e i rischi a venire. Le politiche di dividendo e di remunerazione devono tenere conto

dell'esigenza di conservare il patrimonio al fine di facilitare la riduzione della leva finanziaria e ripristinare la fiducia. Talune banche continuano a fare eccessivo affidamento sull'indebitamento a brevissimo termine, in parte poiché i tassi di interesse a breve si collocano su livelli così bassi.

Dal momento che questi aggiustamenti indispensabili del settore finanziario devono ancora essere effettuati, il protratto sostegno di parte ufficiale rischia di accentuare il *moral hazard*. La proprietà statale di società finanziarie, se mantenuta, minaccia di ritardare il necessario ridimensionamento di capacità nel settore. L'eccesso di capacità potrebbe ostacolare gli sforzi delle banche più efficienti e meglio gestite. I governi dovrebbero adottare misure risolutive per promuovere le ristrutturazioni. Laddove i modelli di business si rivelino economicamente insostenibili, va presa in considerazione la risoluzione degli istituti. Questi provvedimenti sono essenziali per rafforzare la concorrenza, ridurre la capacità eccedente e ripristinare la fiducia nel resto del sistema finanziario.

Del pari, anche il coinvolgimento diretto della banca centrale necessario a ripristinare il normale funzionamento dei mercati comporta rischi significativi. Ove fosse mantenuto troppo a lungo, distorcerebbe gli incentivi privati alla negoziazione nei mercati stessi, compromettendone così la liquidità e lo spessore. Il ruolo dei mercati nella determinazione del prezzo del rischio ne risulterebbe compromesso.

In sintesi, l'aggiustamento verso un settore finanziario più stabile richiede la rimozione tempestiva delle misure straordinarie di sostegno adottate dalle banche centrali e dai governi.

Accordo internazionale sulle riforme regolamentari all'interno di un quadro di riferimento per la stabilità finanziaria

La terza importante sfida consiste nell'istituire un quadro di riferimento globale per la stabilità finanziaria che garantisca una maggiore sicurezza e resilienza del sistema finanziario. Permettetemi di sottolineare tre aspetti fondamentali di questa sfida: la riforma regolamentare, l'attenzione delle politiche macroprudenziali alla dimensione sistemica del rischio finanziario e il riconoscimento del ruolo che dovrebbe svolgere la politica macroeconomica.

La riforma regolamentare non potrà essere completata dall'oggi al domani. La cooperazione internazionale in questo ambito risulta cruciale. È pertanto assai incoraggiante che il Financial Stability Board abbia già compiuto progressi considerevoli nel suo programma di riforma.

Il Comitato di Basilea è a buon punto nella proposta di revisione delle norme che disciplinano gli elementi fondamentali della solidità del sistema bancario. La riforma presenta due dimensioni. La prima consiste nel rafforzare le singole banche. I principali strumenti a disposizione a tale scopo sono ben noti: aumento della quantità, qualità e trasparenza del capitale bancario; miglioramento della copertura dei rischi prevista dal sistema; introduzione di un indice della leva finanziaria; definizione di un requisito minimo globale di liquidità. La seconda dimensione, più nuova, consiste nell'abbracciare una prospettiva macroprudenziale.

L'elaborazione delle riforme sta avvenendo in piena e dettagliata consultazione con il settore. Le misure proposte sono attualmente l'oggetto di rigorose prove quantitative, compreso uno studio di impatto macroeconomico. In base ai risultati preliminari, esse non pregiudicheranno la crescita economica. Il loro impatto a breve termine sulla domanda sarà probabilmente contenuto e transitorio. E i vantaggi a lungo termine derivanti dall'abbassamento della probabilità e dei costi delle crisi finanziarie sono considerevoli. Le riforme genereranno rapidamente benefici significativi per effetto della maggiore resilienza. Specie nel caso in cui, come oggi, la probabilità di nuovi shock sia elevata.

La sostenibilità della ripresa mondiale presuppone una performance stabile del settore finanziario nell'arco dell'intero ciclo, non certo episodi temporanei di forte crescita del credito che sono troppo rischiosi e finiscono per provocare pesanti perdite. Occorre che le banche modifichino radicalmente i comportamenti, le strutture degli incentivi e l'atteggiamento nei confronti del rischio. I progressi verso la risoluzione delle carenze di governance e di gestione del rischio che avevano contribuito alla crisi devono proseguire. Le banche devono dotarsi di fonti più stabili di provvista, allungare la scadenza delle loro passività e gestire adeguatamente il rischio di tasso di interesse. Gli investitori bancari lo hanno già capito. Sono divenuti più selettivi e stanno premiando gli istituti che adottano modelli più prudenti e resilienti. La priorità per le politiche è ora quella di consolidare in maniera durevole all'interno dell'assetto regolamentare questo atteggiamento di maggiore accortezza.

Come già accennato, un elemento centrale del nuovo quadro di riferimento delle politiche è l'attenzione alla dimensione sistemica del rischio finanziario. Il termine "macroprudenziale" è stato impiegato per la prima volta negli incontri presso la BRI più di trent'anni fa proprio per indicare tale dimensione. Tutti noi oggi sappiamo che il rischio sistemico non consiste nella semplice aggregazione dei singoli rischi. Esso ingloba le problematiche derivanti da esposizioni comuni, interconnessioni e prociclicità. Ciò che dobbiamo fare ora è tradurre questa cognizione in politiche concrete. Varie sono le possibilità per adeguare gli strumenti prudenziali convenzionali al fine di fronteggiare il rischio sistemico.

Affrontare il problema della prociclicità è essenziale per contenere gli eccessi del credito e dei prezzi delle attività e attenuare l'accumulo di vulnerabilità all'interno del sistema finanziario. È necessario costituire accantonamenti e riserve di capitale anticiclici durante le fasi congiunturali favorevoli, cui attingere in quelle sfavorevoli. Altre misure prudenziali, come l'imposizione di massimali al rapporto fra valore del prestito e della garanzia nel credito ipotecario, possono fungere da stabilizzatori automatici. Ridurre la prociclicità delle prassi di costituzione e adeguamento dei margini nelle operazioni di prestito all'ingrosso garantite può parimenti rivelarsi utile.

Le riforme contribuiscono inoltre in vari modi ad affrontare la questione degli intermediari "troppo grandi per fallire". Esse dovrebbero non soltanto ridurre la probabilità del fallimento di istituti di importanza sistemica, ma anche accrescere la capacità di risoluzione degli istituti stessi da parte dei governi. E le riforme dell'infrastruttura di contrattazione e di pagamento dovrebbero

ridurre il rischio di contagio dei problemi eventualmente sorti presso un intermediario sistemico. Il Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento sta svolgendo un lavoro importante per l'istituzione di controparti centrali solide e resilienti per il regolamento più sicuro di una parte importante dei derivati *over the counter*.

La riforma regolamentare del sistema finanziario deve iscriversi in un quadro di riferimento più ampio per la stabilità finanziaria. In tale quadro dovranno confluire i contributi delle politiche di regolamentazione, vigilanza e macroeconomiche. Esso dovrà essere integrato da dispositivi istituzionali volti a promuovere l'efficace gestione del rischio sistemico, nonché dalla cooperazione internazionale.

All'interno del quadro di riferimento per la stabilità finanziaria la prospettiva della politica monetaria va ampliata. L'obiettivo primario della politica monetaria è, e dovrebbe restare, la stabilità dei prezzi. Ma abbiamo imparato che la stabilità monetaria e quella finanziaria sono strettamente collegate. Le banche centrali devono adottare obiettivi realistici e una strategia chiaramente espressa di stabilità finanziaria che siano compatibili con le loro funzioni di politica monetaria. E devono disporre degli strumenti – oltre al tasso di interesse ufficiale – atti a conseguire tali obiettivi.

Un prolungato periodo di tassi ufficiali estremamente bassi, per quanto giustificato dalle fragili prospettive macroeconomiche, può generare rischi per la stabilità finanziaria. Ciò può a sua volta minacciare la stabilità macroeconomica a più lungo termine. Tassi di interesse a breve termine molto contenuti possono indurre i mutuatari ad accorciare la durata finanziaria del proprio debito, accrescendo l'esposizione al rischio di rifinanziamento. Possono inoltre incoraggiare un maggiore ricorso all'indebitamento per l'assunzione di posizioni rischiose e ritardare la necessaria correzione dei bilanci. Sebbene le politiche prudenziali siano cruciali per fronteggiare questi rischi, anche la politica monetaria e i tassi di interesse hanno un importante ruolo da svolgere. Fondamentale sarà mantenersi sempre lungimiranti, in modo da incorporare appieno gli andamenti e i rischi finanziari nel processo di determinazione dei tassi ufficiali.

Conclusioni

Vorrei ora concludere. La permanenza di carenze strutturali nel settore finanziario e le ripercussioni di più lungo periodo dell'orientamento assai espansivo delle politiche macroeconomiche continuano a mettere a dura prova la nostra capacità di trovare il giusto cammino attraverso un terreno insidioso.

Nel momento in cui i mercati e il pubblico cominciano a perdere la fiducia, è illusorio credere che procrastinando l'adozione di politiche che sappiamo essere necessarie si possa facilitare il processo di aggiustamento. Non possiamo attendere che la crescita riprenda vigorosa per avviare il processo di correzione delle politiche. In particolare, rinviare l'aggiustamento della politica di bilancio rischierebbe soltanto di accentuare nuovamente la volatilità finanziaria, le turbative di mercato e le tensioni di provvista. Una strategia molto migliore sarebbe quella di predisporre azioni tempestive e credibili per un

pronto risanamento dei conti pubblici e per la ristrutturazione del sistema finanziario.

La cooperazione internazionale riveste particolare importanza nell'attuale contesto caratterizzato da un clima di fiducia ancora fragile. In particolare, la finalizzazione degli accordi internazionali sulle riforme regolamentari nel rispetto dei tempi previsti invierebbe il giusto segnale, non soltanto ai mercati, ma anche al grande pubblico. È venuto il momento di concordare varie importanti riforme concrete al fine di accrescere considerevolmente la resilienza del settore finanziario. Tali riforme, unitamente alle politiche di risanamento delle finanze pubbliche e alle iniziative di ristrutturazione del sistema finanziario, permetteranno di lasciarsi alle spalle buona parte della crisi finanziaria. È un'opportunità che non va sprecata.

