



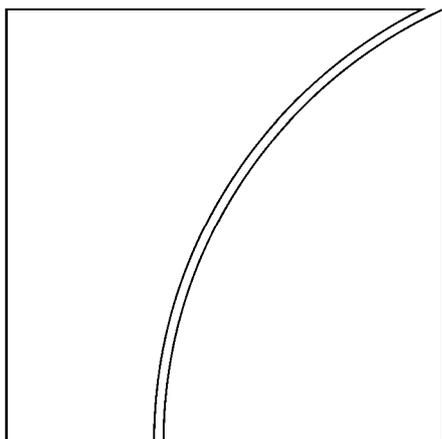
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Discorso del Direttore generale

Costruire fondamenta solide
per una crescita sostenibile

Discorso di Jaime Caruana
Direttore generale della BRI

Basilea, 26 giugno 2011



Discorso di Jaime Caruana

Direttore generale della BRI

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca in Basilea il 26 giugno 2011

Buonasera Signore e Signori.

Sotto numerosi aspetti fondamentali la situazione oggi è migliore di un anno fa, e ancora migliore rispetto al giugno 2009. Sebbene persistano gravi vulnerabilità e resti molto da fare, è importante che non perdiamo di vista quanta strada abbiamo già percorso.

Guardando all'economia mondiale nel suo complesso, il divario fra la domanda e la capacità produttiva si sta colmando. La crescita globale procede al ritmo storicamente rispettabile del 4% circa. La ripresa, per quanto lenta e disomogenea, ha riportato il prodotto ai livelli pre-crisi in alcuni dei paesi più colpiti. Il recupero della domanda ha permesso di lasciarci alle spalle i timori di deflazione. Di conseguenza, la necessità di mantenere condizioni monetarie straordinariamente accomodanti è scemata.

Il programma di riforma finanziaria ha compiuto progressi rapidi con il raggiungimento di un accordo su Basilea 3. Le banche hanno già accresciuto in misura significativa la loro base patrimoniale. Un approccio macroprudenziale incentrato sul rischio sistemico costituisce una parte fondamentale dei nuovi standard concordati internazionalmente. Si tratta di conquiste di non poco conto, e nessuna di loro era scontata un anno fa.

A quattro anni di distanza, tuttavia, la crisi finanziaria e le risposte date sul piano delle politiche continuano a gettare un'ombra lunga. Le economie e i sistemi finanziari sono ancora vulnerabili di fronte a shock anche modesti e la probabilità di sviluppi nefasti non è diminuita. La ripresa globale resta disomogenea, e il tasso di inflazione generale a livello mondiale è aumentato di un intero punto percentuale, al 3,6%, dall'aprile dello scorso anno.

Nelle economie avanzate al centro della crisi la riduzione dell'indebitamento e la correzione strutturale sono ancora incomplete. Resta capacità in eccesso nei settori della finanza e delle costruzioni. Il risanamento dei bilanci privati deve ancora compiere passi avanti. Infine, le minacce poste dal debito pubblico si sono materializzate, raggiungendo un punto di crisi in alcuni paesi. Esistono ancora rischi considerevoli di contagio tra le fragilità del debito sovrano e quelle del settore finanziario.

In alcune economie emergenti si scorgono i segni fin troppo noti di un aumento delle vulnerabilità finanziarie, come una forte crescita del credito e dei prezzi delle attività. Ingenti squilibri di parte corrente nelle bilance dei pagamenti restano una realtà ben presente, e i flussi di capitale lordi comportano rischi anche per le economie in avanzo. Di fronte all'esplicarsi di questi andamenti, le condizioni monetarie e finanziarie globali rimangono insolitamente accomodanti.

Nel resto del mio intervento passerò in rassegna i lasciti della crisi, per poi esaminare le politiche – fiscali, monetarie, strutturali e prudenziali – in grado di concorrere alla costruzione di fondamenta solide per una crescita robusta, stabile e sostenibile. Queste politiche, a loro volta, devono inquadrarsi in un sistema integrato, più ampio, all'interno del quale le autorità agiscano prontamente sia in un'ottica di lungo periodo – sopportando un costo modesto oggi per evitare costi più elevati domani – sia considerando le ripercussioni internazionali delle proprie politiche. In definitiva, la cooperazione sarà di beneficio per tutti.

Sfide e politiche per una crescita stabile e sostenibile

Nel momento in cui ci lasciamo la crisi alle spalle, è importante capire l'origine di fondo delle sfide che essa ha creato. Abbiamo assistito al crollo di un ciclo finanziario globale. Durante il boom che l'ha preceduto, vi è stata la tendenza non soltanto a sottostimare il rischio finanziario, ma anche a sovrastimare il tasso di crescita potenziale dell'economia e la sua capacità di generare entrate tributarie sostenibili. A ciò si è accompagnato il mancato riconoscimento degli incipienti squilibri strutturali che avrebbero finito per minare le fondamenta di una crescita sostenibile di lungo periodo.

Evidenzierò quattro sfide lasciateci in eredità dalla crisi: il momento della verità per le finanze pubbliche; l'inflazione; l'eccesso di capacità produttiva e l'aggiustamento incompleto dei bilanci privati; le vulnerabilità finanziarie.

Il momento della verità per le finanze pubbliche

La contrazione economica, gli sgravi fiscali e gli aumenti della spesa in risposta alla crisi, nonché il costo della ricapitalizzazione del settore finanziario hanno insieme anticipato il *momento della verità per le finanze pubbliche*. Nei paesi che avevano registrato un boom del credito le autorità hanno finito per riconoscere il grave scompensamento creatosi con il crollo delle entrate tributarie che il boom aveva temporaneamente gonfiato. Ne è conseguita una crisi del debito sovrano.

In molti casi gli eventi recenti hanno semplicemente accorciato i tempi di un problema già all'orizzonte. In assenza di misure correttive, le traiettorie dei conti pubblici di alcune delle maggiori economie avanzate sono insostenibili. Non si tratta di una novità. L'aumento degli indici di dipendenza, i costosi sistemi previdenziali e assistenziali a finanziamento pubblico e altri aspetti simili fanno sì che gli impegni futuri di spesa siano ben più elevati delle entrate future. I mercati finanziari possono talvolta ignorare per lungo tempo questi

problemi incombenti per poi un giorno, all'improvviso, imporre cambiamenti repentini ed estremamente dolorosi.

Pertanto, la necessità di un *risanamento delle finanze pubbliche* è ancora più impellente di quando mi sono rivolto a voi un anno fa. L'OCSE stima che, ai fini della sola stabilizzazione dei rapporti debito/PIL entro il 2026, i suoi paesi membri dovranno in media migliorare i rispettivi saldi primari di quasi il 7% del PIL.

Non si potrà raggiungere una condizione durevole di stabilità macroeconomica e finanziaria fintantoché non si prenderanno misure decisive per ricondurre i bilanci pubblici su una traiettoria sana e credibile. L'affidabilità creditizia dello Stato è una condizione imprescindibile per un'economia ben funzionante. Un'insolvenza sovrana rompe il contratto sociale e mina la fiducia essenziale per l'ordinato funzionamento sia dello Stato sia del sistema economico. Nessuna economia, per quanto grande, ricca e potente, è immune dai rischi posti dall'incoerenza fiscale.

L'esempio più eclatante del nesso fra sostenibilità delle finanze pubbliche e solidità finanziaria proviene oggi da alcune parti dell'Europa. In certi paesi europei le vulnerabilità del settore finanziario hanno indebolito lo Stato; in altri, la debolezza del settore pubblico ha contagiato le banche; in tutti questi paesi le fragilità che ne risultano mettono oggi a repentaglio i benefici dell'integrazione economica e finanziaria. Non esistono facili vie d'uscita, scorciatoie, soluzioni indolori; non esiste cioè un'alternativa all'attuazione rigorosa di vasti programmi che contemplino un severo risanamento fiscale e riforme strutturali. I dispositivi in materia di bilancio e competitività dell'area dell'euro devono essere tali da indurre un'azione tempestiva di correzione prevedibile, affidabile e meno discrezionale nei periodi di buona congiuntura.

Purtroppo l'Europa non è l'unica a confrontarsi con sfide urgenti per le politiche di bilancio. Occorre che le grandi economie gestiscano le rispettive situazioni attentamente e prendano provvedimenti per risanare in tempi rapidi le proprie posizioni di bilancio, non da ultimo poiché esercitano un forte impatto sulle condizioni finanziarie globali.

Inflazione, effetti collaterali e bassi tassi di interesse

Gli sviluppi positivi della ripresa e dell'assorbimento delle risorse in eccesso hanno portato con sé quello meno favorevole dell'*inflazione*. Come già nei primi anni settanta, la forte ascesa dei prezzi delle materie prime potrebbe segnalare un problema più serio. I prezzi di alimentari, energia, metalli e altri beni primari sono più reattivi alle variazioni di domanda e offerta rispetto a quelli dei beni manufatti o dei servizi. Diversamente dagli ultimi vent'anni, inoltre, i prezzi dei manufatti oggetto di scambio internazionale non sembrano fornire alcun effetto compensatorio, dal momento che nei mercati emergenti salari e prezzi stanno aumentando. Malgrado l'apparente persistenza di capacità eccedente in alcune parti del mondo, vi sono rischi di effetti di secondo impatto e di aumento delle aspettative di inflazione.

L'elevato grado di accomodamento monetario nelle regioni maggiormente colpite dalle turbolenze si è trasmesso al resto del mondo attraverso i mercati obbligazionari e azionari e il credito bancario. La crescita a due cifre dei prestiti

in dollari USA a favore di non residenti negli Stati Uniti è solo un esempio di come l'indebitamento nelle principali valute stia fornendo credito a buon mercato anche laddove le banche centrali hanno optato per un inasprimento.

Le condizioni finanziarie straordinariamente distese potrebbero produrre effetti collaterali indesiderati. Sappiamo tutti quali. I bassi tassi di interesse possono ritardare il risanamento dei bilanci, incoraggiare una pericolosa assunzione di rischio in taluni segmenti dei mercati finanziari e, in questo modo, rendere più rischioso il rientro dalle misure di sostegno ufficiale. Possono accrescere l'interesse degli investitori per le economie emergenti in forte espansione, favorendo in tali economie l'accumulo di squilibri finanziari. L'impiego più attivo degli strumenti macroprudenziali nei paesi emergenti è positivo, ma non può sostituirsi all'inasprimento monetario. Quanto più a lungo i tassi rimarranno bassi, tanto più severi saranno gli effetti collaterali e tanto maggiore il rischio di turbative allorché i rendimenti cominceranno inevitabilmente a salire.

Occorre *normalizzare la politica monetaria*. Il livello prevalente dei tassi ufficiali, straordinariamente accomodante, non permetterà di conseguire una durevole stabilità monetaria e finanziaria. In termini reali, i tassi di interesse globali sono di fatto scesi nello scorso anno, da -0,6 a -1,3%.

La storia insegna che la ripresa da una crisi finanziaria è più lenta e meno robusta di quella da una recessione ordinaria. Dopo una crisi finanziaria occorre più tempo affinché gli oneri debitori si riducano, i bilanci vengano risanati, il capitale improduttivo sia eliminato e il lavoro riallocato. I responsabili delle politiche non dovrebbero ostacolare questa inevitabile correzione. Normalizzare la politica monetaria troppo tardi o troppo lentamente potrebbe pregiudicare la credibilità dell'impegno antinflazionistico nonché arrecare ulteriori danni derivanti dal ritardo nell'aggiustamento strutturale e dei bilanci. Tassi più vicini alla norma riducono la tentazione di temporeggiare, obbligando a concentrarsi sulle correzioni necessarie.

L'inasprimento della politica monetaria può inoltre agevolare l'aggiustamento degli squilibri delle partite correnti. Favorendo l'apprezzamento del cambio nei paesi a più rapida crescita, contribuirà alla correzione degli squilibri in tali paesi. Infine, può integrare le politiche strutturali necessarie a riequilibrare il profilo della crescita internazionale, favorendo l'abbandono dell'insostenibile combinazione di crescita trainata dall'indebitamento e crescita trainata dalle esportazioni.

Eccesso di capacità produttiva e aggiustamento incompleto dei bilanci

L'*eccesso di capacità produttiva* nei settori finanziario e immobiliare indica che l'aggiustamento nelle economie colpite dalla crisi non è ancora completo. Il settore finanziario si è dotato di riserve patrimoniali, ma il grado complessivo di indebitamento – pubblico e privato – nell'economia resta troppo elevato. La media semplice dei rapporti fra debito delle famiglie e PIL per gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Spagna è calata di appena 2 punti percentuali dal 2007 alla fine del 2010, mentre nello stesso periodo in questi stessi paesi il rapporto fra debito pubblico e PIL è cresciuto di 30 punti percentuali.

Fintantoché le perdite non saranno palesate e i bilanci risanati, permarranno problemi di finanziamento e distorsioni. È questa un'importante caratteristica delle economie dopo lo scoppio di un boom del credito. In particolare, il sistema finanziario post-crisi resta sovradimensionato rispetto all'economia nel suo complesso: l'eccesso di indebitamento e l'eccesso di capacità produttiva non sono stati eliminati.

Le autorità devono intensificare gli sforzi volti a promuovere il risanamento dei bilanci del settore finanziario e a creare le condizioni per una redditività di lungo periodo delle banche. L'anno prossimo il cammino della macroeconomia sarà probabilmente altrettanto tortuoso che quest'anno. Ciò significa che le banche dovranno trovarsi pronte nel momento in cui inevitabilmente giungerà il prossimo shock. Prove di stress stringenti, unitamente a misure di ricapitalizzazione, sono essenziali al riguardo.

Inoltre, in assenza di un sistema finanziario più solido e più snello, sarà impossibile revocare l'ampio sostegno pubblico tuttora in essere. Nessun sistema finanziario può operare in maniera sicura ed efficace in condizioni che danno luogo ad azzardo morale e all'allocazione distorta delle risorse che ne consegue.

Vulnerabilità finanziarie

Malgrado gli sforzi compiuti finora, i rischi sovrani e del settore finanziario continuano a rafforzarsi vicendevolmente. Il fabbisogno di rifinanziamento a breve termine delle banche resta considerevole, così come i rischi di sorprese di tasso di interesse. Alcuni elementi della finanza globale stanno protraendo le fragilità finanziarie: si tratta non soltanto dei bassi tassi ufficiali e delle attese di un prolungato sostegno ufficiale, ma anche delle elevate aspettative riguardo alla redditività del capitale delle banche. Gli investitori devono rivedere al ribasso tali aspettative, in linea con il minore grado di leva delle banche.

Al tempo stesso, si intravedono i segnali di un ritorno a un'eccessiva *assunzione di rischio*. Benché l'assunzione di rischio sia stata in parte incoraggiata nell'ambito della gestione della crisi, vi sono oggi indicazioni secondo cui, in alcuni ambiti, gli investitori starebbero nuovamente spingendosi troppo oltre.

In aggiunta, svariate economie fra le più dinamiche del mondo evidenziano segnali di un *boom creditizio insostenibile*. I livelli del credito e i prezzi delle attività sono usciti dai rispettivi intervalli storici, indicando l'emergere di vulnerabilità finanziarie. La storia può anche non ripetersi, ma ha un tempo e una tonalità ricorrenti. E questi andamenti lasciano presagire l'avvento di un altro ciclo finanziario pernicioso.

Non dovremmo sottostimare il lavoro necessario a completare la riforma finanziaria. Basilea 3 deve essere attuato integralmente e uniformemente nel mondo intero. Dobbiamo esigere standard più elevati per le istituzioni finanziarie sistemiche e meccanismi credibili per l'ordinata risoluzione di un loro eventuale dissesto. I rischi posti dai sistemi bancari ombra devono essere monitorati e ridotti. Occorrono miglioramenti nelle statistiche e nei processi atti a rilevare i rischi sistemici, a livello sia nazionale sia internazionale. Laddove il credito e il prodotto sono in forte aumento, le autorità dovrebbero valutare

l'imposizione del *buffer* anticiclico previsto da Basilea 3 per accrescere la capacità di tenuta delle banche. E, al tempo stesso, dobbiamo assicurarci che i dispositivi siano abbastanza flessibili da tenere il passo con la rapida evoluzione del sistema finanziario e con gli incentivi a eludere le restrizioni mediante comportamenti di arbitraggio regolamentare.

In sintesi, occorre agire con prontezza. Non si tratta di decidere se risanare le finanze pubbliche, se normalizzare la politica monetaria, se accelerare l'aggiustamento strutturale. Si tratta di decidere quando e come farlo.

Le traiettorie dei conti pubblici vanno riportate su un sentiero sostenibile, le condizioni monetarie normalizzate e l'aggiustamento dell'economia reale e dei bilanci accelerato. Agire con prontezza permetterà di ridurre le vulnerabilità, abbassare i costi del risanamento e rafforzare la resistenza di fronte a eventi imprevisti. Ciò è particolarmente vero per quanto riguarda la capacità di tenuta delle società finanziarie. Ove possibile, dovremmo *rafforzare tale capacità ora*. Anziché utilizzare il tempo massimo a disposizione per soddisfare i requisiti minimi, vi sono buoni motivi per raggiungere più speditamente obiettivi più ambiziosi. Chissà che non sia questa l'occasione per una competizione virtuosa.

Assetto delle politiche economiche

Gli insegnamenti più duraturi della crisi, tuttavia, non riguardano solo le azioni, ma anche e soprattutto l'assetto delle politiche economiche. Costruire fondamenta solide per la stabilità monetaria e finanziaria presuppone una regolamentazione e una vigilanza con uno spiccato orientamento macroprudenziale, una politica monetaria che abbia un ruolo attivo nel promuovere la stabilità finanziaria e una politica di bilancio che accantoni le riserve necessarie per un'efficace gestione delle crisi.

Tali politiche presentano due aspetti comuni. In primo luogo, ripudiano un atteggiamento miope a favore di un atteggiamento lungimirante. In secondo luogo, liberano l'impostazione delle politiche da un'ottica nazionalcentrica, consentendo di realizzare di più rispetto al mero "mettere ordine in casa propria".

Il primo aspetto richiede che i responsabili delle politiche non perdano di vista l'orizzonte di lungo periodo al fine di poter contrastare il lento accumulo di squilibri finanziari in grado di far deragliare la crescita, minare la politica monetaria e innescare crisi del debito sovrano.

Il governo della politica macroprudenziale deve incoraggiare i decisori ad adottare un'ottica di lungo periodo in base ai principi di indipendenza, chiarezza e *accountability*. Ciò implica che le banche centrali dovrebbero svolgere al riguardo un ruolo fondamentale.

Anche la politica di bilancio deve adottare un'ottica di lungo periodo. I governi, al pari delle società finanziarie, devono dotarsi di riserve precauzionali. La politica di bilancio dovrebbe mirare a mantenere un debito molto basso in circostanze normali così da consentire ai governi di trovarsi preparati di fronte all'arrivo del prossimo, inevitabile shock. E le autorità

dovrebbero riconoscere che il livello del gettito fiscale durante una fase di boom del credito non è permanente.

Il secondo aspetto comporta che, in un'economia globale integrata, non è sufficiente per le autorità mettere ordine in casa propria. Nessuna singola economia può considerarsi sicura se l'economia mondiale non è sicura. Le sorti dei vari paesi e l'adeguatezza delle loro politiche possono essere valutate con giustezza soltanto nel quadro delle condizioni globali che, collettivamente, concorrono a determinare. Ad esempio, se le singole banche centrali considerano le variazioni dei prezzi delle materie prime come esterne al loro controllo, allora la politica monetaria globale può risultare troppo accomodante. Esattamente come ciascuna grande banca privata genera effetti sistemici che deve internalizzare, così le politiche di ciascun paese creano ripercussioni globali di cui devono tenere conto.

Costruire fondamenta solide per un contesto di bassa inflazione, crescita robusta e stabilità del sistema finanziario implica agire prontamente in situazione di incertezza. Richiede non soltanto buone idee, duro lavoro e difficili aggiustamenti, ma anche collaborazione, cooperazione e coordinamento a livello sia nazionale sia internazionale. La definizione di una visione concorde sulle sfide in gioco e la ricerca di soluzioni comuni sono l'essenza della cooperazione internazionale. Come sempre nel corso della sua storia, la BRI proseguirà nella missione fondamentale di favorire tale cooperazione.