



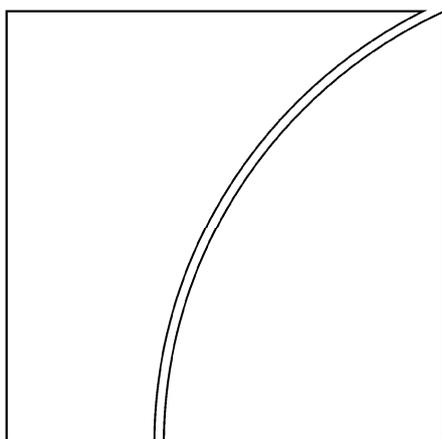
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Discorso del Direttore generale

È ora di affrontare i problemi
alla radice

Discorso di Jaime Caruana
Direttore generale della BRI

Basilea, 24 giugno 2012



Discorso di Jaime Caruana

Direttore generale della BRI

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca
in Basilea il 24 giugno 2012

Signore, Signori,

A cinque anni dall'inizio della crisi finanziaria l'economia mondiale versa ancora in condizioni di fragilità. Tale fragilità non è prevalentemente congiunturale, bensì riflette debolezze di fondo comuni a moltissimi paesi. Sono stati compiuti progressi nel fronteggiare questi annosi problemi, ma occorre fare di più. Questo è il motivo per cui il prodotto nelle economie avanzate è a malapena tornato ai livelli di inizio crisi.

La fiducia nella ripresa mondiale si è ulteriormente incrinata negli ultimi mesi. I mercati sono irrequieti. Le prospettive di crescita nelle economie avanzate si mantengono modeste. In Europa i mercati finanziari sono tesi e alcuni paesi sono entrati in recessione.

Le economie emergenti stanno crescendo più di quelle avanzate; negli ultimi cinque anni la loro espansione ha rappresentato i tre quarti della crescita mondiale. Grazie a riforme precedenti, spesso condotte in condizioni di contrazione della domanda interna, molte di loro sono tornate a crescere vigorosamente e hanno potuto perseguire politiche anticicliche durante la crisi. Tuttavia, di recente queste economie hanno risentito sempre più delle difficoltà derivanti da una crescita squilibrata e, in alcuni casi, sono alle prese con pressioni inflazionistiche. Le economie emergenti non sono al riparo dal rallentamento mondiale.

In queste difficili circostanze, non sorprendono le richieste di ulteriori stimoli economici. Alcuni vorrebbero condizioni monetarie ancora più accomodanti; altri un allentamento della nuova regolamentazione finanziaria; altri ancora il rinvio a tempi migliori del risanamento delle finanze pubbliche e dell'aggiustamento strutturale nel settore privato. Tutti sono mossi dalla convinzione che, se solo i responsabili delle politiche fossero meno rigorosi e più prodighi di stimolo adesso, il ritorno della crescita finirebbe per sistemare ogni cosa. Magari fosse così semplice!

Il principale impedimento a un'espansione durevole non è la carenza di stimolo economico, bensì un circolo vizioso di retroazioni negative fra tre debolezze di fondo, tutte connesse ai bilanci.

- In primo luogo, il settore finanziario rimane fragile. Nonostante alcuni progressi, per molte banche la leva finanziaria resta eccessiva e l'incerta qualità degli impieghi preclude l'accesso ai mercati non garantiti. In Europa i rendimenti dei titoli di Stato hanno segnato un'impennata per i prestatori sovrani che incontravano maggiori difficoltà ad attrarre investitori esteri. La frammentazione dei mercati bancario e obbligazionario lungo le frontiere nazionali desta seria preoccupazione.
- In secondo luogo, ampi squilibri strutturali, già presenti ben prima della crisi, continuano a gravare su famiglie e imprese. In molte economie avanzate il debito di questi due settori resta troppo elevato. In alcuni paesi è tuttora in corso il processo di aggiustamento del comparto immobiliare. In altri la crescita continua a dipendere eccessivamente dalle esportazioni.
- In terzo luogo, il debito pubblico ha raggiunto livelli insostenibili nella maggior parte dei paesi industriali.

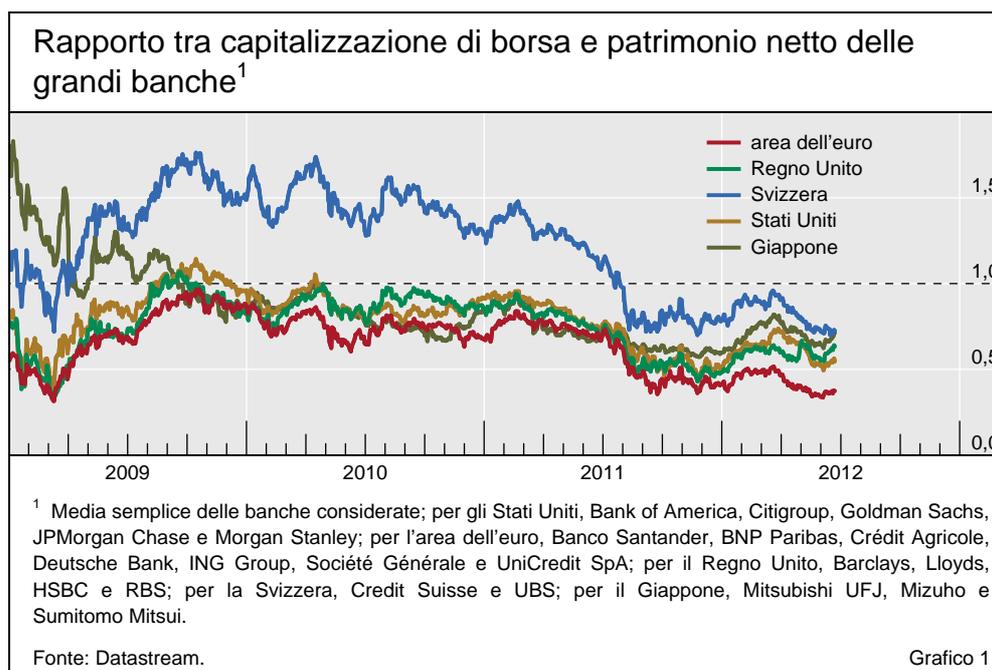
Le banche centrali, in tale situazione, si vedono costrette a fungere da policymaker di ultima istanza. Forniscono dosi massicce di stimolo monetario. Offrono liquidità alle banche incapaci di finanziarsi sui mercati privati. Alleviano gli oneri di finanziamento dei governi mantenendo bassi i tassi di interesse sulle scadenze più lunghe. Queste misure di emergenza, se estese troppo a lungo, potrebbero avere effetti collaterali indesiderati. Preoccupa che la politica monetaria possa essere sollecitata a fare ancora di più perché non si sta facendo abbastanza in altri ambiti. Le azioni della banca centrale possono servire a guadagnare tempo, ma non possono sostituirsi al risanamento dei bilanci o a riforme atte a promuovere la produttività e la crescita. Le banche centrali non possono risolvere i problemi che altri eludono.

Le tre debolezze di fondo

Occorre in via prioritaria affrontare i problemi alla radice della crisi rafforzando i bilanci delle banche, riducendo l'indebitamento, riequilibrando l'attività economica e instradando le finanze pubbliche su un sentiero sostenibile. In tutti questi ambiti abbiamo fatto progressi. Ma per ripristinare la fiducia dobbiamo terminare il lavoro con chiarezza e determinazione. Desidero soffermarmi su questo punto.

Si consideri anzitutto la debolezza del sistema finanziario. Le banche sanno di aver bisogno di una dotazione patrimoniale più ampia e di migliore qualità. Sanno che la liquidità dei loro bilanci va accresciuta. Sanno di dover evitare strategie di business basate su una leva finanziaria eccessiva. Al riguardo, le autorità e il settore privato hanno fatto passi avanti. In gran parte, le banche sono meglio capitalizzate di quanto lo fossero prima della crisi. Basilea 3 indica la strada da seguire per realizzare ulteriori progressi credibili. È essenziale dare un'efficace attuazione alle riforme finanziarie concordate¹.

¹ "Progress and challenges in financial reform", intervento di Jaime Caruana al 21° International Banking Congress sul tema *Banking business and banking regulation: strategies, results, prospects*, San Pietroburgo, 6 giugno 2012, www.bis.org/speeches/sp120612.htm.

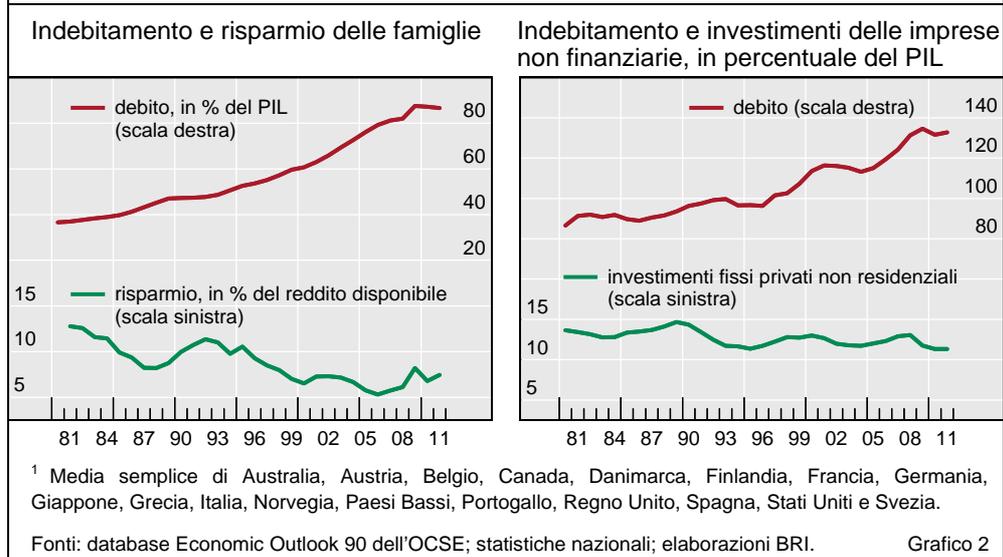


La ricapitalizzazione delle banche deve essere integrata da un riconoscimento più tempestivo delle perdite su crediti e da una valutazione più realistica delle attività. I dubbi sulla qualità dell'attivo delle banche traspaiono dai bassi rapporti tra la loro capitalizzazione di borsa e il loro patrimonio netto (grafico 1). In molte importanti giurisdizioni lo scorso anno tali rapporti sono addirittura calati ulteriormente. Le autorità e le banche dovranno pertanto dar prova di grande determinazione e accrescere rapidamente la trasparenza e la solidità dei bilanci bancari.

La seconda debolezza risiede nella presenza di squilibri e rigidità strutturali significativi. Il boom del credito ha provocato distorsioni notevoli nell'allocazione delle risorse. Il settore delle costruzioni, quello finanziario e altri comparti sensibili al credito sono cresciuti a dismisura, specie nei paesi interessati dai cicli più marcati dei prezzi delle abitazioni. I boom immobiliari hanno alimentato l'ottimismo delle famiglie sulla loro ricchezza futura, riducendone il saggio di risparmio. A dispetto dell'invecchiamento della popolazione e dell'elevato debito pubblico, le famiglie si sono indebitate sempre più e hanno risparmiato sempre meno (grafico 2, diagramma di sinistra). Come se non bastasse, le imprese non finanziarie hanno accumulato debito senza aumentare gli investimenti fissi in termini reali (grafico 2, diagramma di destra).

Il boom creditizio ha inoltre dissimulato inefficienze e rigidità strutturali perlopiù risalenti a prima della crisi finanziaria. Il forte aumento del credito e dei prezzi delle attività ha dato impulso al reddito, ridotto la disoccupazione e migliorato le posizioni di bilancio, facendo sembrare meno urgenti i problemi strutturali. La lentezza e la disomogeneità dei progressi nella risoluzione di questi problemi ritardano la crescita. I mercati di alcuni beni e servizi specifici non sono ancora pienamente concorrenziali. In taluni paesi, ad esempio, molti mercati dei servizi continuano a essere iperregolamentati. I mercati del lavoro rimangono eccessivamente rigidi, e spesso tutelano i lavoratori esistenti a

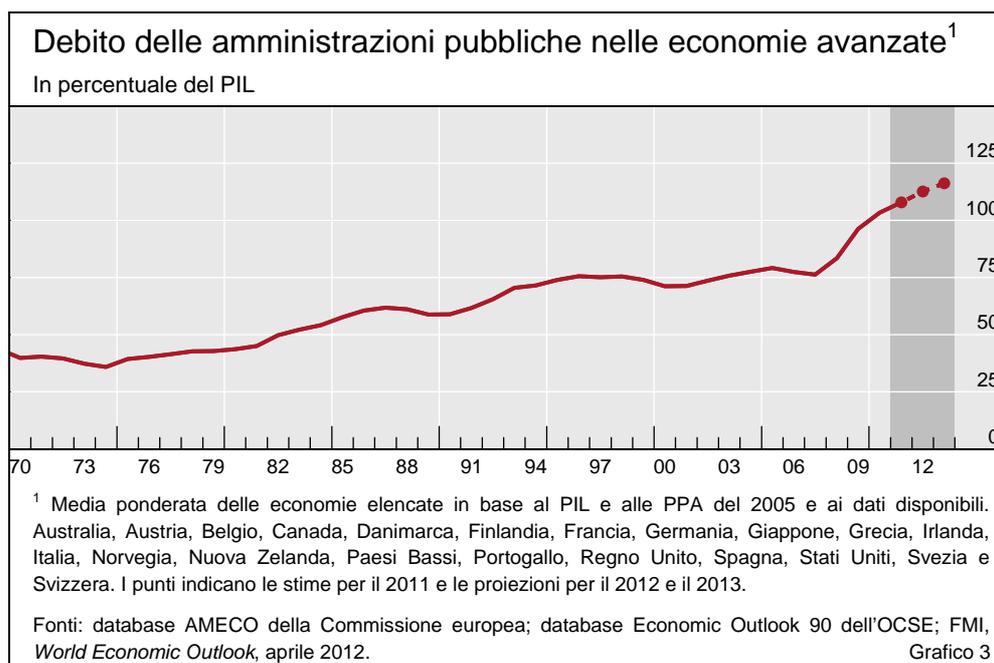
Indebitamento, risparmio e investimenti del settore privato nelle economie avanzate¹



scapito dei nuovi ingressi, in particolare dei giovani. Di frequente, le decisioni di spesa e di imposizione fiscale seguitano a essere dettate da considerazioni di breve periodo. Non vengono ancora destinate abbastanza risorse a ricerca, formazione e istruzione. Permangono inefficienze fiscali. Gli scarsi progressi sul fronte delle riforme strutturali rendono più difficile correggere gli ampi squilibri palesati dai crac finanziari.

La terza debolezza attiene all'insostenibilità del debito pubblico. Dall'inizio della crisi nel 2007 a oggi il debito pubblico nell'insieme delle economie avanzate è salito in rapporto al PIL dal 75% circa a oltre il 110%. Ma il debito pubblico nei principali paesi industriali stava crescendo pressoché ininterrottamente già dagli anni settanta: i suoi livelli attuali, quindi, non sono soltanto il risultato della crisi finanziaria (grafico 3). Prima della crisi i paesi avevano cercato in più occasioni di risanare le finanze pubbliche. Tuttavia, solo raramente tale impegno si era protratto nel tempo, e il debito ha continuato a crescere. Quel che è peggio, l'incremento della spesa si è in genere tradotto in maggiori consumi collettivi e trasferimenti pubblici, mentre gli investimenti sono di fatto diminuiti in rapporto al PIL. L'invecchiamento della popolazione eserciterà ulteriori pressioni sulle finanze pubbliche, con il rischio di deprimere i tassi di crescita potenziale. Insieme, questi elementi renderanno sempre più difficile assicurare il servizio di un debito pubblico elevato.

Alla luce dei disavanzi attuali e della spesa futura collegata all'andamento demografico, i conti pubblici sono su traiettorie insostenibili nella maggior parte dei paesi industriali. Per riportare il debito ai livelli osservati alla vigilia della crisi occorrerebbero molti anni di avanzi sostanziali. I governi di vari paesi, anche all'interno dell'area dell'euro, hanno fatto progressi. Non solo hanno ridotto i disavanzi di bilancio, ma hanno anche introdotto riforme atte a migliorare la gestione a medio termine delle finanze pubbliche. Ciò nonostante, rari sono i casi in cui si è fatto abbastanza per correggere la tendenza al disavanzo riscontrabile in numerosi paesi dalla metà degli anni settanta.



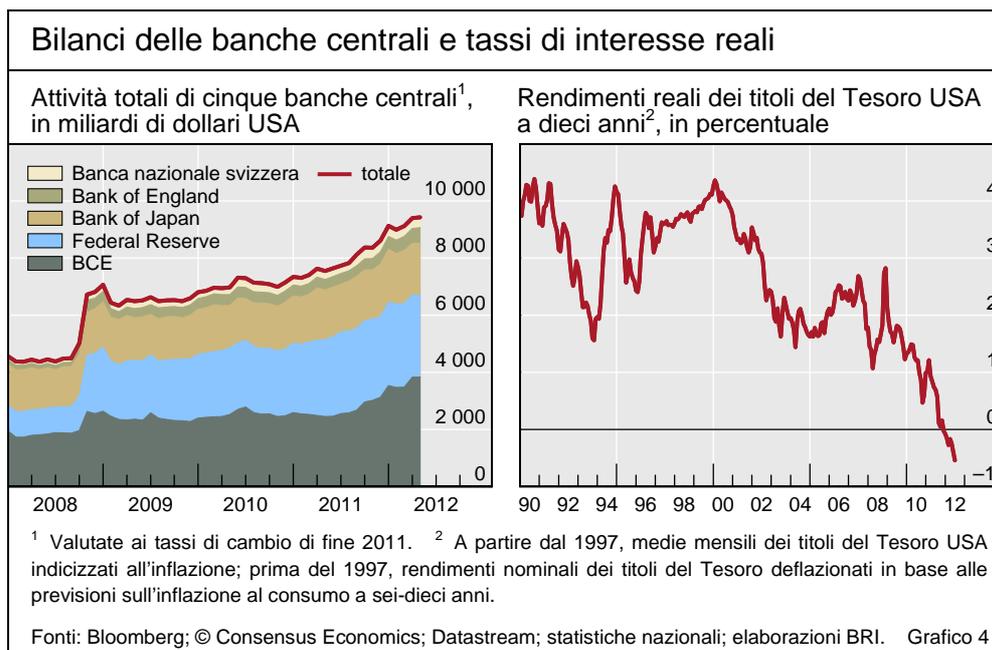
Estirpare tale tendenza presupporrà una revisione più approfondita sia dell'efficienza del settore pubblico, sia della struttura della spesa e della tassazione.

I limiti delle politiche delle banche centrali

Le banche centrali possono favorire l'aggiustamento. Di fatto, hanno già intrapreso misure straordinarie di vaste proporzioni. Hanno mantenuto i tassi ufficiali vicino allo zero ed erogato prestiti su larga scala per contrastare il congelamento della liquidità e attenuare le difficoltà di raccolta delle banche. Le loro azioni hanno evitato il collasso del sistema finanziario e impedito all'economia mondiale di precipitare in una depressione.

Di fronte alle ripetute minacce per la stabilità finanziaria e la crescita, le banche centrali hanno lanciato diversi programmi intesi a offrire un sostegno ancora maggiore alle rispettive economie. Alcune hanno acquistato grandi quantitativi di attività, generalmente titoli di Stato; altre hanno segnalato l'intenzione di mantenere bassi i tassi di interesse ufficiali per un periodo più lungo; altre ancora hanno comperato titoli privati per restringere i differenziali di rendimento. Al contempo, talune banche centrali hanno fornito grandi volumi di liquidità al sistema bancario, talvolta abbassando la qualità delle garanzie stanziabili. In vari paesi le autorità sono intervenute direttamente nei mercati dei cambi e hanno accresciuto le proprie riserve valutarie.

L'entità di questi provvedimenti è riscontrabile nell'aumento dei bilanci delle banche centrali. A partire dall'inizio della crisi le attività totali di cinque importanti banche centrali delle economie avanzate hanno superato i \$9 trilioni (grafico 4, diagramma di sinistra), più del 13% del PIL mondiale, e risultano oggi più che raddoppiate rispetto alla media pre-crisi di quasi \$4 trilioni. Anche la loro composizione è profondamente cambiata: varie banche centrali detengono una quota rilevante delle obbligazioni del rispettivo mercato



nazionale oppure, come nell'area dell'euro, assicurano una parte considerevole del finanziamento delle banche commerciali. La Federal Reserve, ad esempio, detiene oggi l'11% del debito pubblico totale in essere degli Stati Uniti e la Bank of England oltre il 18% di quello del Regno Unito.

L'azione delle banche centrali ha contribuito a ridurre i tassi di interesse a lungo termine, che sono notevolmente diminuiti nonostante il netto aumento delle emissioni di titoli di Stato. I parametri di riferimento per i tassi di interesse reali a lungo termine nelle principali valute sono estremamente bassi o negativi; il tasso sui titoli del Tesoro USA a dieci anni indicizzati all'inflazione, ad esempio, è attualmente negativo (grafico 4, diagramma di destra). Gli interventi delle banche centrali hanno inoltre allentato le tensioni sulla liquidità e sul credito nei mercati privati.

Questi risultati possono tuttavia creare aspettative irrealistiche riguardo ai poteri delle banche centrali. La politica monetaria non può sanare i problemi fondamentali che ostacolano una crescita sostenibile. I problemi alla radice della crisi sono strutturali e di bilancio: solo riforme strutturali e di bilancio potranno riportare l'economia mondiale a una crescita sostenibile. La politica monetaria può consentire di guadagnare il tempo necessario alle altre politiche per correggere i problemi di fondo dei bilanci. Ma anche in questa funzione transitoria essa non è esente da limiti o da rischi. Nelle attuali circostanze, i benefici di un protratto allentamento monetario non sono affatto scontati.

Se da un lato i benefici di un allentamento monetario straordinario si riducono e diventano più incerti, dall'altro lato i rischi insiti nell'espansione dei bilanci delle banche centrali sono probabilmente destinati ad aumentare. Tali rischi potrebbero concretizzarsi secondo modalità che oggi non sono forse del tutto chiare. Vorrei delineare tre pericoli in particolare.

Il primo è che uno stimolo monetario prolungato faccia apparire meno urgenti i necessari aggiustamenti strutturali e di bilancio. La disponibilità di finanziamenti a basso costo della banca centrale rischia di oscurare i segnali del mercato. I debitori potrebbero sovrastimare la propria capacità di rimborso.

Per le banche commerciali risulterebbe più facile evitare l'aggiustamento. I governi sarebbero tentati di rinviare il consolidamento. La mancata correzione potrebbe accrescere la dipendenza dalle banche centrali ed esporle a richieste sempre più insistenti di ulteriori interventi.

Secondariamente, un prolungato periodo di bassi tassi di interesse potrebbe comportare rischi significativi per la stabilità finanziaria. È possibile che la capacità reddituale del settore finanziario venga compromessa e che le società finanziarie, strette nella morsa dei bassi rendimenti, effettuino investimenti più rischiosi, non necessariamente là dove sarebbe più opportuno. Le forti esposizioni al rischio di tasso di interesse nel settore finanziario potrebbero un giorno motivare la richiesta di non innalzare i tassi.

Il terzo rischio è quello di una calibrazione o comunicazione inappropriata della politica monetaria. Le dimensioni senza precedenti dei loro bilanci hanno spinto le banche centrali in un territorio inesplorato. In mancanza di antecedenti storici, sarà difficile calibrare e attuare la stretta monetaria che si renderà inevitabilmente necessaria. Le riserve libere delle banche potrebbero dare luogo a un'espansione significativa, improvvisa e imprevista del credito. Le banche centrali dispongono degli strumenti tecnici per riassorbire le riserve in eccesso. Tuttavia, vi è sempre il rischio di pressioni a mantenere bassi i tassi di interesse oppure, semplicemente, di non riconoscere per tempo l'esigenza di un inasprimento. Anche se si riuscissero a evitare tali pericoli, comunicare in modo convincente con il pubblico in queste circostanze inedite rappresenterà comunque una sfida molto impegnativa.

Da ultimo, se i mercati dovessero convincersi che le decisioni di politica monetaria fossero vincolate dal crescente fabbisogno di finanziamento dei governi, la capacità delle banche centrali di controllare l'inflazione ne risulterebbe gravemente compromessa. Il risanamento fiscale è pertanto essenziale non soltanto per ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche, ma anche per preservare la credibilità della politica monetaria. Tale credibilità, costruita nel corso degli ultimi vent'anni, ha dimostrato tutta la sua importanza durante la crisi. Non deve essere dilapidata.

Per questo motivo è confortante che le banche centrali continuino a sottolineare che le misure straordinarie adottate non intaccano il loro impegno per la stabilità dei prezzi. Considerata la vitale importanza di tale impegno, le banche centrali non possono farsi carico di tutti gli obiettivi economici.

La crisi dell'area dell'euro

Più che ovunque, è nell'area dell'euro che risulta oggi evidente la retroazione dannosa tra fragilità finanziaria, forte indebitamento pubblico e privato, e squilibri strutturali. In alcuni paesi il debito elevato di famiglie e imprese, l'incompiuto risanamento del settore finanziario e il sovraindebitamento dei governi hanno insieme generato una serie di circoli viziosi. In presenza di simili tensioni, la mancanza di un'attività comune priva di rischio – che non implicherebbe necessariamente trasferimenti di bilancio – e l'assenza di un sistema bancario unificato tendono a segmentare i mercati finanziari.

L'Eurosistema ha quindi dovuto assumere un ruolo sproporzionato nel sistema finanziario dell'area dell'euro.

Eliminare le debolezze summenzionate in maniera congiunta e credibile è una condizione essenziale per ripristinare la fiducia nei governi, nelle banche e nella moneta unica. È una condizione essenziale per assicurare l'accesso dei prenditori sovrani più fragili ai mercati della raccolta, per ravvivare il credito interbancario e per ridurre gli incentivi dei depositanti a spostare fondi oltre confine, ossia far sì che non sia più necessario rivolgersi all'estero per ottenere attività sicure. Infine, è una condizione essenziale per sollevare la banca centrale dallo scomodo ruolo di intermediario finanziario.

Sono stati realizzati progressi a livello nazionale ed europeo. Si stanno intraprendendo riforme strutturali, anche dei mercati del lavoro e dei sistemi pensionistici. Questi provvedimenti, unitamente all'adozione del fiscal compact, creano un contesto più propizio a instradare le finanze pubbliche su traiettorie sostenibili. Il rispetto del fiscal compact accrescerà considerevolmente la credibilità dei prenditori sovrani.

Le fragilità ancora presenti, tuttavia, segnalano l'esigenza di ulteriori azioni a livello sia nazionale sia europeo. Sotto vari aspetti l'assetto istituzionale non si è evoluto di pari passo con le esigenze dell'unione monetaria.

È pertanto encomiabile che queste delicate tematiche figurino oggi all'ordine del giorno del dibattito politico. Un'unione valutaria che accenti l'offerta di liquidità potrebbe entrare in conflitto con la frammentazione dei sistemi bancari lungo i confini nazionali. Le recenti proposte di avanzamento sul fronte bancario sono promettenti perché, in primo luogo, verrebbe unificata la regolamentazione nell'intera area dell'euro. In secondo luogo, una regolamentazione bancaria unica si accompagnerebbe ad autorità comuni di vigilanza, tutela dei depositi e risoluzione delle crisi. Cambiamenti ambiziosi di questo tipo richiedono tempo. Ma una visione comune, un obiettivo condiviso e un chiaro mandato potrebbero contribuire a spezzare alcuni dei legami negativi che rendono così grave la crisi dell'area dell'euro.

Sarebbe un errore pensare che l'area dell'euro sia un caso isolato. Anche altrove si ravvisa il potenziale di interazioni perverse fra le debolezze esistenti. Se non affrontate per tempo, queste debolezze – soprattutto quelle delle finanze pubbliche – potrebbero provocare una crisi anche nei paesi che sono stati finora risparmiati. Il traguardo di una crescita sostenibile dell'economia mondiale diverrebbe così ancora più lontano.

Il cammino da seguire

Mi appresto a concludere. Le attuali difficoltà dell'economia mondiale hanno origini profonde e richiederanno soluzioni alla radice. Il consolidamento dei conti pubblici, il risanamento dei bilanci bancari e le altre riforme necessarie non possono essere rinviati nella speranza di tempi migliori. Fare affidamento soltanto sulle banche centrali e non agire su altri fronti finirebbe per incrinare la fiducia e accrescere i rischi per la stabilità macroeconomica e finanziaria.

I tempi del rientro dai disavanzi di bilancio e quelli delle riforme strutturali dipenderanno dalle condizioni specifiche di ogni paese. Laddove le posizioni di bilancio siano più deboli e la dipendenza dai capitali esteri più elevata si dovrà agire con prontezza. Gran parte delle economie avanzate non può permettersi il lusso di tergiversare. Occorrono riforme radicali dei bilanci pubblici a tutti i livelli dell'amministrazione.

La simultaneità della correzione di bilancio in molti paesi pone particolari responsabilità in capo alle economie eccedentarie ed eccessivamente dipendenti dalle esportazioni. Mediante riforme strutturali e di altra natura, esse possono reindirizzare le rispettive economie per aumentare la domanda interna e conseguire una crescita più sostenibile nel lungo periodo. Ciò aiuterebbe altri paesi a ridurre gli insostenibili disavanzi di conto corrente.

Il vigore della domanda in varie economie emergenti ha contribuito a sostenere la domanda mondiale durante la crisi. Tuttavia, nemmeno queste economie dinamiche possono fare indefinitamente affidamento sullo stimolo macroeconomico. Alcune di esse rischiano inoltre un'espansione indotta dal credito simile a quella che tanto danno ha arrecato alle economie avanzate. Infine, taluni paesi rimangono esposti a improvvisi deflussi dei capitali esteri.

Una crescita robusta e sostenibile dipenderà anche da una forte cooperazione internazionale. Nell'affrontare i problemi alla radice della crisi è essenziale attuare le riforme e guardare al di là dei confini nazionali. Sebbene non vadano sottovalutati i progressi compiuti anche nei paesi attualmente in difficoltà, occorrerà tempo affinché i benefici si facciano sentire. Nell'attesa che ciò avvenga, dobbiamo fare tesoro di questi progressi e portare a termine il lavoro, se vogliamo ripristinare la fiducia e creare fondamenta più solide per una crescita sostenibile.