



BIS

1930

2020

Promoting monetary
and financial stability

Di fronte a un avversario inaspettato: il ruolo cruciale delle banche centrali

Discorso di Agustín Carstens,
Direttore generale della Banca dei Regolamenti Internazionali,

tenuto in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca
in Basilea, il 30 giugno 2020.

Buongiorno signore e signori,

desidero darvi il mio più caloroso benvenuto alla presentazione della 90esima *Relazione economica annuale* BRI. Vi darò un'ampia panoramica dei messaggi chiave in essa contenuti e poi passerò la parola a Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, che illustrerà in modo più dettagliato la risposta prudenziale alla pandemia. Infine, Hyun Song Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, spiegherà più approfonditamente la centralità delle banche centrali nell'evoluzione dei sistemi di pagamento.

Lo shock provocato dalla pandemia di Covid-19 si è rivelato essere un momento determinante: le misure di contenimento stanno avendo un enorme impatto sull'economia, e gli effetti a lungo termine saranno profondi.

Le banche centrali hanno fatto tutto il possibile. In qualità di prestatrici di ultima istanza, hanno reagito prontamente, stabilizzando i mercati finanziari e lavorando di concerto con i governi per attuire il colpo. Grazie all'accomodamento monetario, e in alcuni casi ampliando ulteriormente il loro kit di strumenti, le banche centrali hanno fornito all'economia mondiale l'ossigeno di cui aveva assoluto bisogno, proteggendo un maggior numero di imprese e salvando più posti di lavoro, che altrimenti sarebbero andati perduti durante il periodo di isolamento.

L'economia mondiale sembra in ripresa, ma resta ancora molto da fare. Il virus è tutt'altro che sconfitto e molti Paesi, soprattutto quelli con difese più deboli, si trovano ancora nella fase iniziale della lotta. Affrontare la questione della solvibilità, preparare la ripresa e adeguare l'economia al mondo post pandemia sono i prossimi obiettivi.

Mentre le banche centrali si occupano di questi pericoli immediati, non possono ignorare altre priorità. Per esempio, le banche centrali continuano a svolgere un ruolo essenziale nel creare le basi per pagamenti sicuri ed efficienti, in particolare in un'era di rapidi cambiamenti tecnologici.

Un avversario inaspettato

Il 2020 sarà un anno da inserire nei libri di storia. In gennaio e febbraio le prospettive a breve termine sembravano rosee, fino a quando la pandemia di Covid19 non ha colpito. A livello mondiale, si sono registrati i peggiori crolli di produzione dai tempi della Grande Depressione.

È questo arresto improvviso e globale che rende la crisi unica nel suo genere: le misure di blocco a livello mondiale hanno paralizzato sia la domanda sia l'offerta, soffocando la produzione di beni e servizi. Il turismo, i mercati al dettaglio e gli spostamenti hanno sofferto in modo particolare. Nel frattempo, le interruzioni dell'offerta e l'incertezza prevalente hanno frenato gli investimenti. In aggiunta, le banche centrali hanno affrontato questo arresto improvviso in un contesto di vulnerabilità sottostanti e di spazio di intervento limitato.

Prima della pandemia, durante il prolungato periodo di condizioni finanziarie accomodanti, le vulnerabilità sono aumentate, in particolare nel settore finanziario non bancario. L'anno scorso avevo sottolineato che queste vulnerabilità avrebbero potuto facilmente mettere fuori strada l'economia mondiale nel caso in cui si fosse verificato uno shock. Ed è purtroppo ciò che è successo, per via di uno shock inaspettatamente brutale.

Affrontare una crisi di questa portata sarebbe stato estremamente difficile in qualsiasi circostanza. Servivano agilità, audacia e risolutezza. E le banche centrali sono state all'altezza della sfida. Tuttavia, è stato alquanto impegnativo, considerato il margine di manovra limitato in materia di politica monetaria.

Risposte audaci e tempestive

La gestione delle crisi fa parte delle missioni di una banca centrale. Almeno per alcuni aspetti, l'episodio attuale ha riprodotto un copione familiare. La fase iniziale della crisi, quella che ha colpito la liquidità, ha visto la solita fuga verso la sicurezza. Il dollaro USA si è rafforzato, i mercati azionari sono crollati, i rendimenti sovrani sono scesi e gli spread del settore societario si sono ampliati. Anche in un contesto di turbolenze amplificate dalle vulnerabilità sottostanti, le banche centrali sapevano cosa fare: elaborare una risposta rapida ed efficace in materia di liquidità.

Questa volta però, aggravata dal crollo dei prezzi del petrolio, la crisi si è inaspettatamente trasformata in una caccia alle disponibilità liquide. Quando è apparsa la minaccia di un congelamento dei mercati, le banche centrali sono andate rapidamente oltre il loro tradizionale sostegno della liquidità alle banche e hanno fornito un supporto diretto su larga scala ai mercati, acquistando debito pubblico e altri titoli a livelli senza precedenti. Queste misure, che hanno visto il dispiegamento di tutti gli strumenti, hanno frenato la crisi della liquidità e quella della fiducia.

Gli effetti di propagazione sono stati ancora una volta considerevoli. Le economie emergenti (EME) hanno registrato un'improvvisa interruzione dei flussi di capitali, molto più grave di quella verificatasi durante la Grande Crisi Finanziaria (GCF). Ma, grazie ad aspettative di inflazione meglio ancorate, le banche centrali delle EME hanno avuto la possibilità di abbassare i tassi di interesse. Inoltre, e per la prima volta, molte di esse sono intervenute come market maker di ultima istanza sui mercati del debito sovrano nazionali. Nel frattempo, la Federal Reserve ha ampliato la portata delle sue linee di swap, le ha rese accessibili a più Paesi e ha fornito una nuova operazione PcT come fonte di liquidità.

Il ruolo di creditrici di ultima istanza ha dovuto essere adattato in tempo reale. Le banche centrali hanno acquistato titoli del settore privato e hanno ampliato i loro programmi di acquisto per includere titoli con rating basso. Lavorando con i governi, le banche centrali hanno anche finanziato direttamente le imprese, espandendo i loro bilanci ancora più velocemente che durante la GCF.

Eppure, la crisi del Covid-19 ha avuto anche un lato positivo. Grazie alle riforme post-GCF, le banche vi sono entrate in condizioni molto migliori: più fortemente capitalizzate e meno esposte a tensioni di finanziamento. Si trovavano quindi in una posizione migliore per convogliare i fondi verso il settore societario, in particolare verso le imprese più piccole. Inoltre, le autorità finanziarie hanno allentato alcuni requisiti normativi, facilitando la concessione di prestiti da parte delle banche.

Dal canto loro, i governi hanno agito prontamente e su vasta scala, apportando spesso la parte principale del sostegno a famiglie e imprese. Agendo nell'ambito dei loro mandati, le banche centrali hanno sostenuto queste azioni abbassando i tassi di interesse, facilitando il finanziamento del debito pubblico, fornendo stimoli monetari, istituendo programmi di finanziamento attraverso il settore bancario e mantenendo i mercati liquidi.

Lo scopo di tutte queste azioni è stato chiaro: sostenere l'attività economica, in particolare per aiutare le imprese a evitare l'insolvenza e a riprendere le attività con danni limitati, e contenere quindi la distruzione di posti di lavoro.

Le banche centrali sono state efficienti, ma i rischi rimangono

Le banche centrali sono riuscite a raggiungere molti dei loro obiettivi. I mercati finanziari si sono stabilizzati, i mercati azionari si sono rapidamente ripresi e gli spread si sono nuovamente ridotti. Il settore societario ha fatto ricorso a nuove emissioni su larga scala. Tuttavia, ci attendono ancora molte sfide.

Potrebbe esserci un eccesso di compiacenza nei mercati finanziari, dato che siamo ancora nelle fasi iniziali della crisi e delle sue ricadute. Le prospettive dell'economia mondiale sono ancora molto incerte. Nella migliore delle ipotesi, abbiamo appena superato la fase della crisi relativa alla liquidità nei Paesi che stanno allentando le restrizioni. In molti altri, la crisi sanitaria è ancora acuta. E l'epidemia potrebbe esplodere di nuovo ovunque.

È importante sottolineare che lo shock di solvibilità deve ancora essere pienamente avvertito. In questa fase, ci si aspetta che siano i governi ad assumere un ruolo di primo piano. È probabile che le insolvenze delle imprese e le difficoltà personali aumentino. Quando questo accadrà, probabilmente a causa di effetti precipizio (cliff effects), con l'esaurirsi del sostegno iniziale dei governi e la scadenza delle moratorie sui pagamenti, le banche si ritroveranno nell'occhio del ciclone.

I rischi sono particolarmente elevati per i mercati emergenti e le economie in via di sviluppo, che hanno già subito un triplice arresto improvviso: nell'attività economica interna, nei flussi di capitali e, spesso, nelle esportazioni di materie prime e nelle rimesse. In molti casi, la debolezza dei sistemi sanitari e l'ampiezza dei settori informali peggiorano la situazione. I policymaker devono affrontare trade-off più critici rispetto a quelli della maggior parte delle economie avanzate, a causa dei rigidi vincoli esterni e di uno spazio di manovra delle politiche di bilancio e monetarie molto più limitato. Il debito sovrano potrebbe essere particolarmente colpito. In effetti, le agenzie di rating hanno già iniziato una serie di declassamenti.

Molte sfide ancora da affrontare

Le banche centrali, nella loro risposta alla crisi, si trovano ad affrontare molti interrogativi e trade-off. Permettetemi di citarne quattro.

In primo luogo, nell'assegnazione dei finanziamenti, le banche centrali sono state costrette a navigare all'interno di quello che normalmente è l'ambito del settore privato. L'avventurarsi in nuove aree

comporta rischi economici e politici. Ad esempio, potrebbe essere necessario un doloroso ma necessario ridimensionamento in settori significativi. Qual è il processo più appropriato per differenziare le imprese finanziariamente sane da quelle che non lo sono?

Più in generale, quando le banche centrali superano giustificatamente i confini che hanno tradizionalmente definito i loro ruoli, può essere necessario rafforzare la trasparenza e mettere in atto altre salvaguardie per garantire che la loro legittimità non venga erosa.

In secondo luogo, con la crisi, le interazioni tra la politica monetaria e quella di bilancio sono diventate ancora più importanti. Oggi le politiche monetarie e di bilancio si sostengono a vicenda. Le banche centrali possono abbassare i tassi d'interesse, stabilizzare i mercati finanziari con il sostegno della liquidità e impegnarsi in interventi di quantitative easing e altre misure non convenzionali di politica monetaria. Dal canto loro, i governi possono fornire stimoli.

Con i loro interventi, le banche centrali hanno spianato la strada alle finanze pubbliche. Tuttavia, nell'ambito del mandato delle banche centrali, questo dovrebbe essere solo un espediente temporaneo. Inoltre, dovrebbe essere utilizzato solo da banche centrali che abbiano ottenuto risultati credibili nel rispettare i loro mandati in materia di inflazione. Ricordiamoci che questi tipi di interventi sono possibili solo grazie alla credibilità che i responsabili delle politiche monetarie hanno costruito nel corso degli anni.

Queste azioni, seppure necessarie, potrebbero alla lunga minacciare l'indipendenza e la credibilità delle banche centrali. In particolare, data la massiccia risposta delle politiche di bilancio e il significativo aumento dei debiti pubblici che inevitabilmente seguirà, molti chiederanno di mantenere i costi di finanziamento artificialmente bassi e di permettere che la tassa da inflazione riduca il valore reale del debito sovrano, eventualmente tramite il sostegno di forme di repressione finanziaria. Nel momento in cui la gestione della crisi lascerà il posto alla salvaguardia della stabilità dei prezzi, sarà fondamentale che le banche centrali rimangano indipendenti per adempiere ai loro mandati, e agiscano di conseguenza.

In terzo luogo, non appena le circostanze lo consentiranno, le banche centrali dovranno riguadagnare spazio per la politica monetaria. Alla fine, l'inflazione tornerà. Con il rafforzamento del potere di determinazione dei prezzi delle imprese e l'incremento della manodopera, emergeranno pressioni sui costi dell'offerta, spingendo verso l'alto i prezzi e innescando, possibilmente, effetti di secondo impatto. Anticipare la curva sarà essenziale, anche perché condizioni finanziarie accomodanti porteranno a maggiori vulnerabilità.

Infine, le banche centrali devono continuare a sostenere la stabilità finanziaria. In quanto autorità di regolamentazione e di vigilanza, le banche centrali devono bilanciare l'uso di buffer e la necessità di sostenere l'economia con la stabilità finanziaria. Devono anche rivedere la portata e il funzionamento dei loro sistemi di finanziamento. Per la seconda volta in poco più di un decennio, hanno rimediato agli effetti delle vulnerabilità dei settori non bancari del sistema finanziario. Hanno rafforzato le banche dopo la GCF; ora devono contribuire ad assicurare che il settore finanziario non bancario sostenga al meglio l'economia reale nel medio termine.

Sistemi di pagamento in evoluzione necessitano di una base solida

Le turbolenze del mercato sono state limitate, nonostante la gravità della crisi. Ciò dimostra che le banche centrali svolgono un ruolo essenziale di ancoraggio per il sistema monetario e finanziario. Ciò include il sostegno alla resilienza delle infrastrutture dei mercati finanziari e dei sistemi di pagamento.

Tuttavia i sistemi di pagamento presentano alcune sfide più a lungo termine. L'innovazione digitale sta radicalmente rimodellando i servizi di pagamento. I progressi tecnologici hanno portato a nuovi metodi di pagamento e a nuove interfacce per i consumatori. Più di recente, i grandi operatori non bancari sono entrati nei servizi di pagamento. Alcune di queste tendenze, come i pagamenti senza contatto

e online, hanno subito un'accelerazione durante la pandemia. Queste e molte altre innovazioni hanno ridotto i costi, migliorato la convenienza e ampliato l'accesso ai pagamenti.

Ma la tecnologia non può fare più di tanto. In quanto emittenti di moneta, che dopo tutto è l'unità di conto dell'economia, le banche centrali hanno un ruolo chiave nella fornitura di beni pubblici. Una caratteristica chiave dei sistemi di pagamento è la loro struttura a due livelli: il settore privato è all'avanguardia nell'innovazione, attingendo alla sua ingegnosità e creatività per servire meglio i clienti; e la banca centrale fornisce le solide fondamenta, principalmente consentendo la definitività dei pagamenti che si regolano sul suo bilancio. Come mostra il passato, e gli sviluppi recenti sottolineano, il ruolo della banca centrale è fondamentale in questo caso, poiché è alla base degli aspetti di bene pubblico del sistema dei pagamenti per l'economia in generale.

Le banche centrali si sono anch'esse aperte all'innovazione, nel loro ruolo di organi operatori, catalizzatori e supervisori. Nel loro ruolo di operatori, esse forniscono infrastrutture pubbliche, compreso l'accesso ai loro conti di regolamento. Favoriscono l'interoperabilità, promuovendo standard e interfacce facili da usare. Ciò, a sua volta, può contribuire ad assicurare condizioni di parità e quindi a incoraggiare la concorrenza e l'innovazione. Nel loro ruolo di supervisori, esse incrementano l'efficienza allineando gli incentivi del settore privato e orientando la struttura del mercato verso il bene pubblico.

In aggiunta, le banche centrali hanno dimostrato di poter operare all'avanguardia nell'innovazione, non da ultimo nella fornitura diretta di servizi al grande pubblico. Ciò ci riporta alle valute digitali delle banche centrali (central bank digital currencies, CBDC). Le CBDC potrebbero offrire un nuovo mezzo di pagamento sicuro, affidabile e ampiamente accessibile. Potrebbero anche stimolare l'innovazione continua nei pagamenti, nella finanza e nel commercio. Se le CBDC vogliono realizzare il loro potenziale e la loro promessa come nuovo mezzo di pagamento, la loro progettazione e le loro implicazioni meritano un'attenta considerazione. La BRI continuerà a sostenere le banche centrali nelle loro attività di ricerca e progettazione delle CBDC, attraverso il nuovo BIS Innovation Hub, i suoi comitati e un più ampio lavoro di analisi.

Conclusione

Permettetemi di concludere.

Le banche centrali hanno dimostrato ancora una volta il loro valore in tempi di crisi, ampliando la loro gamma di strumenti, reagendo con rapidità e forza per stabilizzare il sistema finanziario, e sostenendo i flussi di credito alle imprese e alle famiglie. In alcuni casi, hanno persino adottato una vasta gamma di misure di politica prudenziale per ammortizzare l'impatto dello shock. Tuttavia le banche centrali sono anche pienamente consapevoli delle sfide future. Alcune di esse non rientrano nei loro mandati. La politica monetaria non può, da sola, garantire una maggiore crescita economica sostenibile nel contesto del perseguimento della stabilità dei prezzi e finanziaria. Politiche di bilancio favorevoli alla crescita e riforme strutturali continuano ad essere urgentemente necessarie.

La politica di bilancio potrebbe sostenere meglio la crescita e la stabilità finanziaria. Allo stesso tempo, sarà essenziale mantenere i conti pubblici su un binario sostenibile a lungo termine. Le riforme strutturali sono anch'esse fondamentali. Per quanto dannosa, la crisi potrebbe essere un'opportunità per attuare politiche economiche che favoriscano la crescita. Dato che le loro risorse sono limitate, i governi dovrebbero dare priorità agli investimenti nella crescita sostenibile, promuovendo per esempio le transizioni energetiche per affrontare i rischi del cambiamento climatico.

La cooperazione mondiale continuerà ad essere fondamentale, in particolare nella rapida messa a disposizione di linee di liquidità su larga scala. La cooperazione internazionale è necessaria anche per affrontare problemi a più lungo termine, come i costi dei pagamenti transfrontalieri, e per far fronte ai

maggiori rischi del sistema finanziario globale. Sicuramente, questo ci terrà occupati negli anni a venire e il ruolo della BRI sarà più che mai cruciale.

Passo ora la parola a Claudio Borio e a Hyun Song Shin, che approfondiranno alcuni di questi temi e il capitolo speciale della nostra *Relazione economica annuale*.