



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Considerazioni finali del Governatore

Relazione annuale
Roma, 31 maggio 2019

CENTOVENTICINQUESIMO ESERCIZIO

anno 2018

esercizio

CXXV



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Considerazioni finali del Governatore

Relazione annuale
anno 2018 – centoventicinquesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2019

Autorità, Signori Partecipanti, Signore, Signori,

la Banca d'Italia contribuisce alla definizione della politica monetaria dell'area dell'euro, è autorità preposta alla tutela della stabilità finanziaria e alla vigilanza sugli intermediari, gestisce i sistemi attraverso cui vengono regolati i pagamenti, esercita la sorveglianza su questi sistemi e sui mercati, produce ricerche in campo economico, giuridico e statistico, fornisce servizi al pubblico. Il complesso di queste attività è forse difficile da apprezzare nella sua ampiezza e varietà, nella molteplicità dei compiti assolti nell'interesse della collettività. Della nostra azione diamo conto, nel rispetto dei doveri di trasparenza e degli obblighi di legge, nella Relazione sulla gestione e sulle attività che – come è ormai consuetudine – viene pubblicata oggi insieme con la Relazione annuale. Siamo sempre più impegnati nel promuovere la conoscenza in campo economico e finanziario e nel comunicare all'esterno i risultati del nostro lavoro.

Le principali funzioni svolte trovano evidenza nel bilancio dell'Istituto, di cui ho già riferito il 29 marzo nell'apposita Relazione. In essa abbiamo illustrato anche il processo di riallocazione del capitale della Banca avviato nel 2014 con la riforma dell'assetto proprietario, rappresentando l'ampliamento della compagine dei Partecipanti al capitale. Abbiamo inoltre comunicato i risultati di esercizio del 2018, con il conseguimento di un utile netto di 6,2 miliardi di euro, 5,7 dei quali assegnati allo Stato, oltre alle imposte di competenza per 1,2 miliardi.

Quest'anno si sono conclusi i mandati di tre dei cinque membri del Direttorio della Banca d'Italia. Con la nomina di Fabio Panetta a Direttore Generale, la conferma di Luigi Federico Signorini come Vice Direttore Generale e la designazione nella stessa carica di Alessandra Perrazzelli e di Daniele Franco, l'organo di vertice si è pienamente ricostituito.

Hanno lasciato il Direttorio Salvatore Rossi e Valeria Sannucci. Entrambi hanno messo a disposizione dell'Istituto il loro talento e le loro competenze in ruoli diversi e delicati. Salvatore, con il termine dell'incarico di Direttore Generale della Banca d'Italia, ha concluso anche il suo mandato di Presidente dell'IVASS, a cui ha dato, in questi anni, una forte spinta innovativa.

Sono certo di interpretare il sentimento del Consiglio superiore nel ringraziarli per l'opera compiuta al servizio del Paese. Alla gratitudine istituzionale si aggiunge il mio affettuoso saluto, a due persone cui mi legano sentimenti di amicizia, con le quali ho collaborato intensamente nel corso di un'intera vita di lavoro e con cui ho condiviso il peso, non lieve, della conduzione della Banca in questi anni certamente difficili.

Do il benvenuto ad Alessandra Perrazzelli, che ha accettato di impiegare per il bene pubblico la considerevole esperienza accumulata e le capacità dimostrate in importanti ruoli professionali in Italia e all'estero. Do il bentornato a Daniele Franco: della sua non comune competenza tecnica e del suo fermo ed equilibrato giudizio siamo felici di poterci avvalere nei prossimi anni.

L'apporto di tutto il Direttorio è cruciale nel guidare il complesso delle funzioni della Banca. Ma nessuna delle attività svolte è o sarebbe stata possibile senza l'impegno e le qualità di tutto il personale: selezionato e promosso con rigorose procedure basate sul merito; immune da pressioni di parte; accomunato da quella cultura di dedizione autentica al servizio pubblico che è il nostro orgoglio. Alle donne e agli uomini che operano nell'Istituto va il sentito ringraziamento del Consiglio superiore, del Direttorio e mio personale.

La congiuntura internazionale e l'economia italiana

Il sistema di istituzioni sovranazionali e di regole multilaterali che dal dopoguerra ha sostenuto l'integrazione e lo sviluppo economico mondiale è entrato in una fase di grave difficoltà. La tendenza all'apertura degli scambi, accentuatasi negli ultimi decenni, si è arrestata. La brusca frenata del commercio internazionale osservata nel corso del 2018 ha riflesso le tensioni connesse, in primo luogo, con la nuova strategia protezionistica perseguita dagli Stati Uniti (fig. 1).

La quota dei beni intermedi realizzati fuori dai confini nazionali è ampia; le misure protezionistiche, aumentando il costo dei fattori di produzione, finiscono per ritorcersi sulle aziende nazionali e amplificano gli effetti dei dazi sui consumatori. Le ripercussioni sull'attività produttiva non si limitano a quelle direttamente prodotte dalle barriere agli scambi, ma derivano anche dal peggioramento della fiducia delle imprese, dalla revisione al ribasso dei piani di investimento, dalla maggiore volatilità dei mercati finanziari internazionali.

Il Fondo monetario internazionale prevede che la crescita globale si riduca quest'anno al 3,3 per cento, il valore più basso dalla contrazione del 2009. L'indebolimento è diffuso, interessa aree che rappresentano oltre il 70

per cento dell'economia mondiale. Le proiezioni prefigurano una ripresa dalla metà dell'anno, sostenuta dalle politiche economiche espansive nei principali paesi e dal conseguente miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari. Restano però rilevanti i rischi, anche di natura geopolitica.

Il rallentamento interessa soprattutto l'economia dell'area dell'euro, più aperta agli scambi internazionali rispetto a Stati Uniti e Giappone. La dipendenza dalla domanda estera è particolarmente elevata in Germania, la nazione più vulnerabile sotto questo profilo, ma anche in Francia, Italia e Spagna, paesi molto integrati nelle catene globali del valore, incluse quelle intra-europee. La forte diminuzione della fiducia delle imprese frena gli investimenti (fig. 2). Al deterioramento del quadro macroeconomico ha contribuito, nel secondo semestre del 2018, la flessione dell'attività nell'industria automobilistica.

Le proiezioni di crescita per l'area dell'euro sono state progressivamente riviste al ribasso. Secondo le principali istituzioni internazionali l'espansione del prodotto sarebbe pari a poco più dell'1 per cento quest'anno e attorno all'1,5 nel 2020; non è trascurabile il rischio di un andamento meno favorevole. La debolezza dell'attività produttiva ha inciso sull'inflazione effettiva e su quella attesa nei mercati. A questi sviluppi corrisponde la previsione della Banca centrale europea di una più lenta convergenza della crescita dei prezzi verso l'obiettivo di un livello prossimo al 2 per cento.

Lo scorso marzo il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che la politica monetaria rimarrà espansiva più a lungo di quanto fino allora indicato; nelle previsioni del Consiglio i tassi ufficiali resteranno sui bassi livelli attuali almeno sino alla fine del 2019 e, in ogni caso, finché necessario per il raggiungimento della stabilità dei prezzi. L'Eurosistema continuerà a reinvestire integralmente, per un esteso periodo di tempo, le risorse provenienti dai rimborsi dei titoli in scadenza detenuti nell'ambito del programma di acquisto di attività finanziarie. Dal prossimo settembre sarà condotta una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, volte a preservare condizioni creditizie favorevoli e l'ordinata trasmissione degli impulsi monetari. Il Consiglio ha ribadito di essere pronto ad adeguare tutti gli strumenti a sua disposizione per garantire che l'inflazione continui a convergere verso l'obiettivo.

In Italia il prodotto è leggermente diminuito nella seconda metà del 2018. Considerando l'intero anno la crescita è stata dello 0,9 per cento, poco più della metà di quella del 2017. Hanno influito negativamente la decelerazione dell'attività in Germania e l'aumento dell'incertezza, che ha risentito dell'acuirsi delle tensioni sui titoli pubblici. Ne è risultato un brusco ridimensionamento dei piani di investimento delle imprese. Anche la spesa delle famiglie ha rallentato, riflettendo il deterioramento delle prospettive economiche e lo stallo dell'occupazione registrato dall'estate.

Nel settore privato è ripreso l'aumento dei contratti a tempo indeterminato, sospinto dalle trasformazioni di quelli a termine. Su queste ultime hanno influito nella seconda metà dell'anno le limitazioni introdotte dal "decreto dignità". Insieme con il peggioramento del quadro congiunturale, i nuovi vincoli contribuiscono tuttavia a ridurre la probabilità di rimanere occupati allo scadere di un contratto a termine.

Nel 2018 l'inflazione è stata pari all'1,2 per cento; la componente di fondo, al netto di prodotti energetici e alimentari, è rimasta al di sotto dell'1 per cento. La dinamica dei prezzi si è mantenuta inferiore a quella dell'area dell'euro; il costo del lavoro e i margini di profitto delle imprese hanno risentito dell'indebolimento dell'economia.

Anche se nel primo trimestre il prodotto ha segnato un lieve aumento, vi è un consenso diffuso intorno a previsioni di una crescita quest'anno ben inferiore a quella, già modesta, del 2018. Il ritorno a tassi di investimento più sostenuti e a una spesa per consumi più robusta richiede che si placino le tensioni commerciali e che rimangano favorevoli le condizioni dei mercati finanziari globali; richiede, soprattutto, che risalga la fiducia di famiglie e imprese.

Nelle valutazioni ufficiali l'introduzione del reddito di cittadinanza e le nuove misure in materia pensionistica porterebbero, senza considerare gli effetti restrittivi delle relative coperture, a un aumento del prodotto di circa 0,6 punti percentuali nel complesso del triennio 2019-2021. Nell'ipotesi di spesa integrale dei fondi stanziati, queste valutazioni sono condivisibili. Quelle relative agli effetti sull'occupazione, che sarebbe di mezzo punto percentuale più alta nel 2021, presentano invece ampi margini di incertezza.

Sulle prospettive di crescita pesano le tensioni sul mercato delle obbligazioni pubbliche italiane. Il rendimento dei titoli decennali è di quasi un punto percentuale più alto dei valori osservati nel mese di aprile dello scorso anno; il differenziale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi è aumentato di 160 punti base, a circa 280; quello nei confronti dei titoli spagnoli di 140 punti, a 190 (fig. 3). I premi sui *credit default swaps* indicano che sia il rischio di credito sia quello di ridenominazione del debito in una valuta diversa dall'euro continuano a spingere verso l'alto i rendimenti dei titoli di Stato italiani; sono rischi strettamente collegati che in situazioni di tensione possono acuirsi, nella percezione dei mercati, in modo repentino.

Finora la trasmissione del maggiore costo dei titoli pubblici a quello dei prestiti delle banche a imprese e famiglie è stata limitata, grazie all'ampia liquidità e alle migliori condizioni dei bilanci degli intermediari. Cominciano tuttavia a emergere segnali di tensione: secondo i sondaggi, le politiche

di offerta dei prestiti, pur rimanendo nel complesso distese, si stanno gradualmente irrigidendo, soprattutto per le piccole imprese, a seguito del deterioramento del quadro macroeconomico e dell'aumento dei costi di provvista delle banche. Si stima che a parità di altre condizioni, e senza tenere conto degli effetti negativi sulla fiducia di famiglie e imprese, rendimenti delle obbligazioni pubbliche di 100 punti base più alti determinino una riduzione del prodotto dello 0,7 per cento nell'arco di tre anni.

Come riconosciuto anche nel Documento di economia e finanza (DEF), il rallentamento congiunturale tende ad accrescere il disavanzo pubblico per l'anno in corso. L'aumento dell'incidenza del debito sul PIL potrebbe superare quello indicato nei programmi del Governo (pari a quasi mezzo punto percentuale), che scontano incassi da privatizzazioni per circa 18 miliardi (un punto percentuale del prodotto).

Le difficoltà strutturali dell'economia italiana

Il nostro paese può fare affidamento su punti di forza in grado di sostenere l'attività in una congiuntura sfavorevole. Nel decennio in corso le esportazioni di beni hanno tenuto il passo della domanda estera, interrompendo la precedente lunga fase di calo della quota di mercato mondiale. Il saldo delle partite correnti è tornato positivo dal 2013 e l'avanzo si attesta ormai da tre anni intorno al 2,5 per cento del PIL; la posizione netta sull'estero è pressoché in pareggio. La capacità di competere sui mercati internazionali ha beneficiato della ricomposizione delle esportazioni verso produzioni meno esposte alle pressioni dei paesi emergenti e realizzate da imprese più efficienti e più grandi.

Alla fine dello scorso anno l'indebitamento delle famiglie era pari al 41 per cento del PIL, contro il 61 dell'insieme degli altri paesi dell'area dell'euro; il valore del risparmio accumulato, per oltre il 60 per cento in immobili, superava 8 volte il reddito, a fronte di una stima di 7 per il resto dell'area. Anche il debito delle imprese è contenuto: la sua incidenza sul PIL era del 69 per cento, contro il 112 degli altri paesi.

Nel complesso l'economia fatica però a riprendersi dalla doppia recessione. Il prodotto è ancora di oltre 4 punti percentuali inferiore ai valori del 2007, di 7 in termini pro capite. Il tasso di occupazione, pur risalito al livello del 59 per cento registrato in quell'anno, è inferiore di 9 punti alla media dell'area dell'euro. È aumentato il ritardo di sviluppo del Mezzogiorno, dove la disoccupazione supera il 18 per cento delle forze di lavoro, contro il 7 nel Centro Nord; il divario è 4 punti più alto che nel 2007.

Non è solo un problema di bassa domanda aggregata. Anche nel decennio che ha preceduto la crisi l'Italia era cresciuta meno degli altri paesi dell'area dell'euro, di circa un punto percentuale in media all'anno (fig. 4). Nonostante gli interventi attuati, sulla capacità della nostra economia di crescere e di conseguire livelli elevati di occupazione continuano a pesare l'insoddisfacente qualità dei servizi pubblici, l'inadeguatezza delle infrastrutture, il basso grado di concorrenza, nonché le distorsioni connesse con i diffusi fenomeni di evasione fiscale e di corruzione e gli ostacoli posti dalle prevaricazioni della criminalità organizzata. Ne risulta ancora un ambiente economico poco favorevole all'attività delle imprese, alla loro crescita, agli investimenti, al lavoro.

Limitarsi alla ricerca di un sollievo congiunturale mediante l'aumento del disavanzo pubblico può rivelarsi poco efficace, addirittura controproducente qualora determini un peggioramento delle condizioni finanziarie e della fiducia delle famiglie e delle imprese. Il rischio di una "espansione restrittiva" non è da sottovalutare; l'effetto espansivo di una manovra di bilancio può essere più che compensato da quello restrittivo legato all'aumento del costo dei finanziamenti per lo Stato e per l'economia.

L'elevato rapporto tra debito pubblico e PIL rimane un vincolo stringente; per allentarlo non si può ritardare nel definire una strategia rigorosa e credibile per la sua riduzione nel medio termine. Rispetto al resto dell'area dell'euro, da noi il costo del debito è più elevato, la crescita economica più bassa. Nella media degli ultimi quattro anni l'Italia è l'unico paese, con la Grecia, a presentare un divario positivo e ampio tra queste due variabili, pari a un punto percentuale, un divario dal quale deriva una spinta all'aumento del rapporto tra debito e prodotto pari a 1,3 punti all'anno. Nello stesso periodo la crescita del prodotto ha superato di 0,3 punti percentuali l'onere medio del debito in Francia, di un punto in Spagna. Quando il divario tra costo del debito e crescita economica è positivo occorre un avanzo primario – entrate superiori alle spese al netto di quella per interessi – anche solo per stabilizzare il debito; più ampio è il divario, maggiore è l'avanzo necessario.

L'aumento di un punto percentuale del tasso di interesse medio all'emissione dei titoli di Stato italiani registrato nel corso del 2018 ha fatto seguito a una diminuzione di circa tre punti tra il 2012 e il 2017. Bisogna contrastare il rischio di un ulteriore ampliamento della differenza tra l'onere del debito e il tasso di crescita del prodotto (fig. 5). Solo un'attenta disciplina di bilancio e solide prospettive di ritorno a più alti tassi di crescita dell'economia possono far risalire la fiducia nel mercato dei titoli pubblici e ridurre i rendimenti verso quelli prevalenti nel resto dell'area dell'euro.

Affinché il bilancio pubblico possa contribuire a un aumento duraturo del tasso di crescita del prodotto servono interventi profondi sulla composizione della spesa e delle entrate. Uno spazio più ampio andrebbe destinato, più che a sussidi e trasferimenti, ai programmi maggiormente in grado di stimolare l'attività economica. Questi andrebbero accompagnati da misure volte al contenimento delle distorsioni indotte dalla tassazione, in particolare nel mercato del lavoro, e a potenziare l'azione di contrasto all'evasione. Aumenti della spesa pubblica o riduzioni di entrate vanno però inseriti in un quadro che ne garantisca la sostenibilità finanziaria e ne precisi intenti, priorità e fonti di finanziamento.

La spesa per investimenti pubblici è pari a circa il 2 per cento del PIL, un terzo in meno che all'inizio di questo decennio. L'obiettivo di recuperare in tre anni la metà del terreno perduto, con aumenti programmati di spesa dell'ordine del 10 per cento all'anno, presuppone un miglioramento notevole della capacità di passare dall'individuazione delle opere alla loro effettiva realizzazione. Ma non è sufficiente spendere di più; va accresciuta l'efficienza nell'impiego delle risorse, migliorando il processo di selezione, assegnazione ed esecuzione dei lavori: nel confronto internazionale il ritardo dell'Italia è maggiore in termini di opere realizzate che di spese effettuate.

Un avanzo primario inferiore a mezzo punto percentuale, come quello che si otterrebbe nel 2020 se le clausole di salvaguardia dell'IVA previste dalla legislazione vigente fossero disattivate senza compensazione, non sarebbe compatibile con la riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto; avrebbe ripercussioni negative sul premio al rischio dei titoli pubblici e, per questa via, sull'attività economica. È coerente con queste preoccupazioni che nel DEF si subordini la disattivazione delle clausole relative all'IVA all'individuazione di misure compensative. Per tutte le opzioni percorribili vanno valutati in maniera accurata e trasparente i potenziali effetti sulla domanda, l'attività economica e la distribuzione dei redditi.

In prospettiva il Paese ha bisogno di un'ampia riforma fiscale. Dai primi anni Settanta del secolo scorso sono state introdotte nuove forme di tassazione ed è stato progressivamente definito un complesso insieme di agevolazioni e di esenzioni, nell'assenza di un disegno organico e con indirizzi non sempre coerenti. Rivedendo solo alcune agevolazioni o modificando la struttura di una singola imposta si proseguirebbe in questo processo di stratificazione. Bisogna invece interromperlo, per disegnare una struttura stabile che dia certezze a chi produce e consuma, investe e risparmia, con un intervento volto a premiare il lavoro e favorire l'attività di impresa, tenendo conto delle interazioni tra tutti gli elementi del sistema fiscale: tra il livello della tassazione indiretta e quello degli aiuti per i redditi

più bassi; tra le aliquote delle imposte dirette e le detrazioni e deduzioni che le accompagnano; tra il sostegno dei redditi e gli incentivi al lavoro; tra le varie eccezioni al regime generale di tassazione previsto per ciascuna base imponibile; tra tutte queste componenti e il contrasto all'evasione, da attuare sfruttando appieno le tecnologie disponibili.

L'Italia invecchia rapidamente e la popolazione tende a ridursi; sono caratteristiche comuni a molti paesi dell'Unione europea, più marcate da noi. Nello scenario mediano delle previsioni pubblicate dall'Eurostat nei prossimi 25 anni la quota della popolazione con almeno 65 anni raggiungerà il 28 per cento nel complesso dell'Unione, il 33 in Italia; cresceranno di conseguenza le pressioni finanziarie sui sistemi pensionistici e di assistenza. La popolazione di età compresa tra i 20 e i 64 anni diminuirà di 6 milioni nel nostro paese, nonostante l'ipotesi di un afflusso netto dall'estero di 4 milioni di persone in questa classe di età (fig. 6). La riduzione della capacità produttiva connessa con gli andamenti demografici va contrastata con aumenti decisi nella partecipazione al lavoro e nella produttività.

Pur salito negli ultimi venti anni dal 61 al 66 per cento, il tasso di partecipazione al lavoro è oggi ancora inferiore di 8 punti percentuali alla media europea. Come negli altri paesi, l'aumento ha riguardato soprattutto i lavoratori più anziani, in connessione con le modifiche apportate al sistema pensionistico. Anche la partecipazione femminile è aumentata, dal 47 al 56 per cento. L'incremento è tuttavia inferiore a quello registrato nel resto dell'Unione europea e il tasso di attività degli uomini è ancora superiore di 19 punti a quello delle donne, uno dei divari più elevati in Europa. Esso indica la presenza di una grande potenzialità di aumento della partecipazione al lavoro e mette in luce la necessità di individuare e introdurre con decisione misure, servizi e incentivi volti ad accrescere l'occupazione femminile.

L'immigrazione può dare un contributo alla capacità produttiva del Paese, ma vanno affrontate le difficoltà che incontriamo nell'attrarre lavoratori a elevata qualificazione così come nell'integrazione e nella formazione di chi proviene da altri paesi. Dai primi anni Novanta in Italia il numero degli immigrati supera ogni anno quello degli emigrati; dopo un lieve calo durante la crisi dei debiti sovrani, il saldo ha continuato a salire, portandosi nel 2018 a quasi 190.000 persone, lo 0,3 per cento della popolazione. La quota di laureati tra gli stranieri, pari a quasi il 13 per cento, è meno della metà di quella media registrata nell'Unione. La produttività e la capacità imprenditoriale risentono inoltre negativamente del progressivo aumento delle quote di giovani e di laureati che ogni anno lasciano l'Italia, riflesso dei ritardi strutturali dell'economia: l'emigrazione dei giovani ha raggiunto lo

0,5 per cento nel 2017, quintuplicandosi nell'arco di dieci anni; quella dei laureati, pari allo 0,4 per cento, è raddoppiata.

L'Italia ha risposto con ritardo alla rivoluzione tecnologica (fig. 7); ne ha risentito marcatamente la crescita economica. Ai settori che compongono l'economia digitale è oggi riconducibile il 5 per cento del totale del valore aggiunto, contro circa l'8 in Germania e una media del 6,6 nell'Unione europea. Dall'avvio della crisi dei debiti sovrani il peso di questi settori da noi si è ridotto, in controtendenza rispetto alla media europea. Ma per la stessa sostenibilità dello sviluppo economico e sociale, e per non compromettere gli equilibri ambientali, non si può fare a meno di investire in tecnologie avanzate ed ecocompatibili.

Il divario rispetto al resto dell'Unione riguarda quasi tutte le finalità per cui le imprese possono adottare tecnologie innovative; il ritardo nell'automazione della produzione è marcato rispetto ai paesi con una specializzazione settoriale simile alla nostra, come la Germania. Lo sviluppo delle reti di telecomunicazione di nuova generazione resta limitato. Il ruolo di traino svolto dall'amministrazione pubblica nell'introduzione delle nuove tecnologie è contenuto: l'indice di sviluppo dei servizi pubblici digitali elaborato dalla Commissione europea pone l'Italia al 19° posto nell'Unione.

A rallentare la diffusione dell'economia digitale ha contribuito una struttura produttiva frammentata, in grande parte composta da aziende piccole, con un alto grado di sovrapposizione tra proprietà e gestione, poco aperte a innesti esterni di capitale, tecnologia e professionalità. Nel 2017 meno di un quinto delle imprese con un numero di addetti compreso tra 20 e 49 aveva adottato almeno una tecnologia avanzata (come le applicazioni della robotica e dell'intelligenza artificiale); la quota sale a un terzo tra le imprese medie e supera la metà per quelle con 250 addetti o più. Il divario tra imprese piccole e grandi si amplia al crescere del grado di complessità delle tecnologie considerate.

La frammentazione della struttura produttiva si riflette negativamente sulla capacità innovativa delle imprese: la spesa per ricerca e sviluppo del settore privato era pari nel 2017 allo 0,8 per cento del PIL, meno della metà di quella media dei paesi dell'OCSE. È bassa anche quella pubblica (0,5 contro 0,7 per cento). L'incidenza sul PIL delle risorse dedicate al sistema universitario, poco meno dell'1 per cento, è di circa un terzo inferiore alla media dell'OCSE.

Negli anni più recenti sono stati introdotti incentivi a sostegno degli investimenti, della ricerca e sviluppo e della nascita di imprese innovative. Le misure si sono dimostrate complessivamente efficaci. Alcuni di questi incentivi

sono stati confermati con l'ultima legge di bilancio o con il "decreto crescita" lo scorso aprile, con rimodulazioni soprattutto a favore delle imprese piccole e medie. L'efficacia della politica industriale richiede un quadro normativo stabile e in grado di facilitare il cambiamento in tutta l'economia.

Il limitato investimento nell'innovazione si accompagna a un livello di conoscenze e competenze di studenti e adulti italiani anch'esso basso nel confronto internazionale; si tratta di ritardi che si influenzano reciprocamente, in un circolo vizioso che va invertito. Investimenti in formazione che abbraccino l'intera vita lavorativa sono necessari anche per evitare il rischio che con la diffusione delle nuove tecnologie, e con la conseguente minore domanda di lavoro per le attività che più risentono dell'affermarsi dell'automazione e della digitalizzazione, aumentino le disuguaglianze di reddito e di opportunità e si riduca l'occupazione.

Le difficoltà italiane sono amplificate nel Mezzogiorno, che ha risentito della doppia recessione più del resto del Paese. Nelle regioni meridionali deve innanzitutto migliorare l'ambiente in cui le imprese svolgono la propria attività, in primo luogo con riferimento alla tutela della legalità. È più ampio il ritardo tecnologico da colmare: la quota del valore aggiunto riferibile all'economia digitale, prossima al 2,5 per cento, è inferiore di oltre tre punti a quella del Centro Nord. Va ridotto il deficit di competenze, accresciuta l'efficacia delle politiche pubbliche, migliorata la qualità delle amministrazioni e delle infrastrutture: il 70 per cento delle "opere incompiute" è localizzato in queste regioni, alle quali fa capo solo il 30 per cento dei lavori pubblici.

Nel Mezzogiorno vive circa un terzo della popolazione italiana e si produce quasi un quarto del PIL. Le regioni meridionali stanno subendo un ulteriore impoverimento per l'emigrazione delle loro risorse più giovani e preparate, in massima parte verso il Centro Nord del Paese. Negli ultimi dieci anni il saldo migratorio complessivo è stato leggermente positivo, ma si è osservato un sensibile deflusso netto di giovani laureati. È una tendenza che comporta costi sociali immediati e che condiziona negativamente le prospettive di sviluppo.

Sono stati numerosi, nel tempo, i tentativi di affrontare le difficoltà dell'economia meridionale, con interventi assai diversi nell'impostazione e, nel loro complesso, deludenti nei risultati. Le misure di sostegno possono contribuire alla crescita dei territori in ritardo; non devono però distorcere gli incentivi di imprese e lavoratori, ostacolando l'impiego delle risorse nei modi più produttivi. Per migliorare le condizioni economiche nel Sud e nelle Isole ed elevarne il potenziale di crescita vanno definite e poste in atto linee di azione di lungo respiro, con il pieno utilizzo delle possibilità offerte dai

finanziamenti europei e nazionali. È necessario intervenire sui fattori alla base del ritardo del Mezzogiorno, non ci si può solo affidare ai tentativi di compensarlo con trasferimenti monetari. Gli effetti sull'economia meridionale degli investimenti pubblici nella scuola e nelle infrastrutture possono essere rilevantissimi.

Banche, finanza, vigilanza

Anche se il rafforzamento dei bilanci delle banche italiane è proseguito nel 2018, gli effetti della crisi non sono ancora pienamente riassorbiti e rallentano la reazione degli intermediari ai profondi cambiamenti nella struttura del mercato, nelle abitudini della clientela, nella regolamentazione finanziaria, nella tecnologia. Come nel resto dell'area dell'euro la redditività, pure in ripresa, resta bassa e l'incidenza dei costi operativi stenta a ridursi; le quotazioni di borsa riflettono questi andamenti. Permangono casi di difficoltà di banche di medie dimensioni, che sono all'attenzione delle autorità di vigilanza italiana ed europea e del Governo. Si stanno attivamente ricercando soluzioni in grado di rilanciare gli intermediari e di salvaguardare i soggetti coinvolti.

Le prospettive per le banche rimangono strettamente legate all'andamento dell'economia e alla percezione del “rischio paese”, che si riverberano sulla qualità degli attivi e sul costo da sostenere per reperire risorse sui mercati. Per il complesso del sistema il recupero dei coefficienti patrimoniali, che a metà dello scorso anno avevano risentito delle tensioni sui titoli pubblici, è in corso; alla fine del 2018 il patrimonio di migliore qualità (CET1) delle banche direttamente vigilate dalla BCE era pari al 12,7 per cento delle attività ponderate per i rischi, contro il 14,3 della media degli intermediari significativi dell'area dell'euro. Sviluppi congiunturali avversi tornerebbero inevitabilmente a incidere sui bilanci; permane la necessità di proseguire con decisione le azioni volte a ridurre i costi e migliorare la redditività.

In Europa l'uso dei canali digitali nell'intermediazione bancaria è in crescita costante. Nell'ultimo decennio la quota della clientela che accede via internet al proprio conto corrente è quasi raddoppiata (fig. 8); il numero degli sportelli si è ridotto di circa un quarto. La diffusione delle tecnologie più complesse (*fnntech*) sta rapidamente trasformando la struttura stessa dell'industria finanziaria. La gestione e l'analisi di insiemi di dati grandi e complessi (*big data*), l'uso delle tecniche di intelligenza artificiale e di apprendimento automatico (*machine learning*) e le potenzialità offerte dalle tecnologie dei “registri distribuiti” (*distributed ledgers*) modificano l'offerta di servizi; aprono il settore a nuovi concorrenti – tra cui, ma non solo, le cosiddette “Big Tech” – in grado di sfruttare rapidamente i vantaggi derivanti

dalla loro operatività nel campo dell'economia e del commercio digitale. Stime di mercato indicano che gli investimenti in innovazione finanziaria, per la maggior parte riconducibili alle aziende tecnologiche di grandi dimensioni e alle start-up, sono aumentati a livello globale di sei volte negli ultimi cinque anni; hanno superato i 100 miliardi di dollari nel 2018, un terzo dei quali in Europa, ma da noi restano ancora limitati.

Le banche italiane stanno ampliando l'offerta online dei servizi tradizionali, con l'obiettivo di accrescere l'efficienza degli assetti organizzativi e gestionali; quasi tutte permettono di effettuare pagamenti, in molti casi anche di piccola entità, attraverso dispositivi mobili; oltre la metà colloca prodotti di risparmio attraverso canali digitali; è ancora contenuto, pur se in crescita, il numero degli intermediari che offrono finanziamenti attraverso portali (fig. 9). Il ritardo nella risposta alle sfide poste dall'utilizzo delle tecnologie più complesse rischia però di determinare una progressiva erosione delle quote di mercato. Secondo le nostre indagini la metà delle banche non ha ancora avviato, né sta pianificando, sperimentazioni in questo campo, ad esempio nell'impiego di nuovi strumenti per la valutazione del merito di credito. Le risorse dedicate a questi progetti sono relativamente contenute e concentrate presso gli intermediari più grandi.

L'uso della tecnologia per offrire servizi personalizzati e con maggiore valore aggiunto può produrre benefici tangibili in termini di riduzione dei costi, ampliamento dell'offerta, miglioramento della redditività. Le banche più piccole, per le quali gli investimenti risultano eccessivamente onerosi se realizzati individualmente, possono fare leva su iniziative comuni nell'esternalizzazione di servizi volti a valorizzare l'offerta. Alla diffusione delle nuove tecnologie sono però associati anche nuovi rischi, in particolare sul fronte della sicurezza informatica e della protezione dei dati della clientela; a essi va prestata particolare attenzione, definendo con cura i progetti e avviandone per tempo la pianificazione.

Anche in Banca d'Italia si sperimenta l'utilizzo delle nuove tecnologie nell'attività di supervisione. Il ricorso a strumenti di intelligenza artificiale non è limitato alla ricerca di miglioramenti nelle previsioni di variabili economiche e finanziarie; si mostra utile nelle analisi volte a valutare il grado di fiducia dei risparmiatori negli intermediari; rende più efficace l'azione di contrasto al riciclaggio. Abbiamo da tempo avviato un dialogo con gli operatori di mercato che offrono soluzioni innovative: dal 2017 è attivo sul nostro sito internet un *innovation hub*, il "Canale FinTech". La disponibilità in ambito digitale di un punto di contatto diretto con gli operatori consente, attraverso la conoscenza preventiva dei nuovi progetti, di valutarne la rispondenza alla normativa, individuare eventuali elementi critici, considerare possibili modifiche alle regole e alle procedure applicate in ambito nazionale.

L'importanza della prevenzione e del controllo dei rischi cibernetici è destinata a crescere in un sistema sempre più digitalizzato e interconnesso e nel quale è in progressivo aumento il ricorso a servizi esterni. Il nucleo per le emergenze informatiche del settore finanziario (CERTFin), che la Banca d'Italia presiede con l'Associazione bancaria italiana e a cui partecipano altre autorità di settore e la maggior parte degli operatori finanziari e tecnologici, facilita lo scambio di informazioni durante gli attacchi informatici, supporta gli operatori in caso di incidenti e contribuisce a migliorare l'efficacia degli strumenti di difesa del sistema. Partecipiamo attivamente alle iniziative di cooperazione internazionale – in particolare nel Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB), nella Banca dei regolamenti internazionali e nel G7 – volte a definire standard e linee di azione comuni per contenere i rischi cibernetici a livello nazionale e globale.

I progressi sul fronte della qualità del credito bancario continuano (fig. 10). Grazie anche al miglioramento della congiuntura, negli ultimi anni il tasso di deterioramento dei finanziamenti è sceso su valori inferiori a quelli osservati prima della crisi; nel primo trimestre di quest'anno è stato pari all'1,3 per cento. La consistenza delle esposizioni deteriorate si è ridotta in modo considerevole soprattutto a seguito di importanti operazioni di cessione; in complesso queste hanno riguardato 26 miliardi di prestiti deteriorati nel 2016, 42 nel 2017 e 55 nel 2018. Spinto dalle pressioni delle autorità di vigilanza, l'aumento delle vendite è stato favorito dai progressi delle banche nel fornire informazioni dettagliate sulle caratteristiche delle esposizioni e dallo sviluppo degli operatori specializzati nelle attività di recupero. Il tasso di copertura ha raggiunto il 52,7 per cento alla fine del 2018, un valore superiore di 6 punti percentuali a quello medio delle maggiori banche dell'area dell'euro. Il rapporto tra le esposizioni deteriorate e il totale dei finanziamenti è sceso, al netto delle rettifiche di valore, al 4,3 per cento per il complesso delle banche, dal 9,8 di fine 2015; secondo i piani richiesti dalla Vigilanza a tutti gli intermediari dovrebbe arrivare intorno al 3 per cento alla fine del 2021.

Con il calo delle sofferenze conseguito negli ultimi anni, oltre la metà dei prestiti deteriorati netti delle banche è oggi costituita da esposizioni verso imprese in situazione di temporanea difficoltà (le cosiddette inadempienze probabili). È importante agire per favorirne il più possibile il rientro *in bonis*; come avviene in altri paesi, il ricorso a operatori specializzati, quali i fondi di *turnaround*, può fornire, eventualmente in associazione con le stesse banche, risorse e conoscenze funzionali al rilancio delle aziende in difficoltà. Andrà verificato il contributo che la riforma della disciplina delle crisi di impresa potrà apportare all'efficacia dei processi di ristrutturazione aziendale.

Nel 2018 la redditività ha mostrato segni di miglioramento, principalmente a seguito della riduzione delle rettifiche di valore sui crediti e del contenimento dei costi operativi. Ma il rapporto tra costi e ricavi è ancora elevato (66 per cento) e il rendimento del capitale (5,7 per cento) resta inferiore a quello che gli investitori chiederebbero per sottoscrivere azioni di nuova emissione. Il divario, che risente anche del più elevato “rischio paese”, ostacola l’accesso al mercato e il rafforzamento della base patrimoniale degli intermediari italiani.

L’ammontare di obbligazioni bancarie in scadenza entro la fine del prossimo anno supera i 70 miliardi. In una fase in cui i rendimenti all’emissione sono alti nel confronto internazionale, la raccolta di fondi sul mercato rappresenta una sfida impegnativa anche per le banche di maggiori dimensioni: le nuove regole sulla gestione delle crisi richiedono di costituire un’ampia riserva di passività in grado di assorbire le possibili perdite e ricostituire il capitale. La necessità di rinnovare e ampliare la raccolta all’ingrosso tenderà a comprimere il margine di interesse. Per le banche minori l’accesso al mercato resta difficile; lo sviluppo di una domanda istituzionale per le loro obbligazioni potrebbe apportare benefici significativi.

Con la nascita quest’anno di due gruppi bancari cooperativi ha preso avvio la riforma del comparto varata nel 2016 per rafforzare la solidità complessiva della categoria, mantenendone la natura mutualistica. I nuovi gruppi dovranno mirare a conciliare i benefici della vicinanza e della conoscenza che le singole banche hanno nei confronti delle imprese locali con l’efficace sfruttamento di sinergie di costo, così da incrementare la redditività e la capacità di fare ricorso al mercato quando necessario; l’impegno su questi fronti deve essere massimo.

Per le banche popolari classificate come meno significative a fini di vigilanza lo scorso anno il rapporto tra costi e ricavi è stato superiore alla media di sistema, il rendimento del capitale inferiore, la consistenza di crediti deteriorati ancora elevata. Per questi intermediari è pressante l’esigenza di realizzare forme di stretta cooperazione o aggregazioni che consentano di competere sul mercato. Queste azioni sono necessarie per preservare la capacità di utilizzo delle risorse raccolte a livello locale per finanziare, con lungimiranza, lo sviluppo dei territori, in particolare nel Mezzogiorno, dove la contenuta scala operativa degli intermediari e la maggiore rischiosità del contesto economico si ripercuotono sulle condizioni complessive di offerta.

Un’adeguata tutela dei clienti è centrale nel promuovere la fiducia nei confronti del sistema finanziario e dei singoli intermediari. Questi ultimi, in linea con la disciplina introdotta dalla direttiva MiFID II per i servizi

di investimento e con le regole sul processo di definizione e distribuzione dei prodotti bancari, devono orientare i comportamenti avendo presente l'obiettivo di assicurare correttezza sostanziale e tenendo in considerazione caratteristiche ed esigenze della clientela. L'impegno della Banca d'Italia nel campo dei prodotti bancari è intenso; si affianca alla collaborazione con la Consob, responsabile per i servizi di investimento. Negli ultimi anni agli interventi sui singoli intermediari si è aggiunta un'azione generale su aree come l'organizzazione degli uffici reclami, l'applicazione di talune commissioni, le modifiche unilaterali dei contratti da parte degli istituti creditizi, i prestiti garantiti dalla cessione del quinto dello stipendio. La tutela individuale offerta attraverso l'Arbitro Bancario Finanziario è stata potenziata; è prossima la costituzione dell'Arbitro per le Controversie Assicurative.

È emersa in Europa negli ultimi anni l'insufficienza dell'attenzione prestata da diversi intermediari al rispetto delle norme rivolte al contrasto del riciclaggio. Sono elevati i rischi che ne conseguono e che spesso travalicano i confini nazionali. È in corso a livello comunitario la riflessione diretta a rafforzare e armonizzare i necessari presidi regolamentari e di supervisione. In una fase in cui a livello internazionale le minacce del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo assumono forme ed estensione di particolare rilevanza, l'attenzione volta a impedire la permeabilità degli intermediari vigilati a fenomeni criminali deve costituire un obiettivo strategico dei vertici aziendali. In Italia l'impegno della Vigilanza è costante; uno specifico accordo con l'Unità di informazione finanziaria promuove la collaborazione, l'individuazione di fattori di rischio e interventi coordinati, di controllo e sanzione, sugli intermediari. È massima, quando vi sono sospetti di reato, l'informazione fornita all'autorità giudiziaria e pronta la risposta alle richieste che da essa provengono.

Il ruolo dei mercati e degli intermediari non bancari nell'allocazione delle risorse tende ad aumentare, in Europa e a livello globale. Si tratta di una tendenza che può apportare benefici nei paesi, come l'Italia, in cui è preponderante il peso dell'intermediazione bancaria. Un sistema finanziario diversificato sostiene la crescita economica e consente di attenuare gli effetti che shock avversi hanno sull'attività produttiva. Per favorire gli investimenti, soprattutto quelli più innovativi e a più lungo termine, servono mercati dei capitali ampi e liquidi; sono necessari operatori specializzati che favoriscano l'offerta di capitale di rischio e assistano le imprese nei diversi stadi del loro sviluppo. Per evitare che da un'evoluzione non ordinata e poco trasparente derivino rischi per la stabilità complessiva, l'attenzione delle autorità, nell'FSB e nelle altre sedi della cooperazione internazionale, va mantenuta alta.

In Italia tra il 2014 e il 2018 si sono quotate in borsa 116 imprese non finanziarie, contro 39 nel quinquennio precedente; nello stesso periodo oltre 500 società hanno collocato obbligazioni per la prima volta. La quota di risparmio delle famiglie affidata agli investitori istituzionali è aumentata di 14 punti percentuali, al 31 per cento, nell'ultimo decennio. Questi sviluppi sono stati favoriti da misure fiscali. È stato promosso il ricorso al capitale di rischio; sono state incentivate le emissioni di obbligazioni da parte di società non quotate; altre agevolazioni hanno sostenuto gli investimenti in quote di fondi di *venture capital* e in titoli di imprese innovative. L'introduzione nel 2016 dei piani individuali di risparmio (PIR) ha favorito gli investimenti in titoli di società italiane da parte delle famiglie.

È però ancora ampio il divario rispetto ai paesi in cui i mercati dei capitali sono più sviluppati. In Francia e nel Regno Unito il rapporto tra la capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie e il PIL è oltre tre volte quello che si osserva in Italia e la quota delle obbligazioni sul complesso dei debiti finanziari delle imprese è quasi doppia. È necessario continuare a promuovere lo sviluppo della finanza non bancaria valutando l'efficacia delle iniziative già introdotte, razionalizzando gli interventi, favorendo la stabilità del quadro normativo. Modifiche frequenti – come nel caso delle ripetute revisioni degli incentivi alla capitalizzazione delle imprese e della riforma dei PIR contenuta nell'ultima legge di bilancio – possono accrescere l'incertezza, con effetti negativi sulle scelte di allocazione del risparmio e di finanziamento delle aziende.

Se per le imprese più grandi, in grado di aprirsi al vaglio di soggetti esterni e di sostenere i costi di accesso al mercato dei capitali, la finanza non bancaria è destinata a diventare un riferimento importante, per una grande parte del sistema produttivo le banche rimarranno la principale fonte esterna di risorse. Imprese sane devono potere trovare sostegno, dalle banche o dai mercati, qualunque sia la loro dimensione. Le politiche di gestione degli affidamenti verso microimprese e piccole aziende richiedono attenzione nella selezione e nella misurazione dei rischi; potranno beneficiare dell'innovazione tecnologica, nell'interesse tanto delle aziende che incontrano difficoltà nell'accesso al credito quanto degli stessi intermediari.

L'Italia e l'Europa

L'economia italiana è profondamente integrata in quella europea (fig. 11). Il 60 per cento delle nostre importazioni proviene dagli altri paesi dell'Unione europea. Il 56 per cento delle esportazioni è a essi destinato; negli ultimi venti anni, anche per effetto dell'allargamento dell'Unione, la loro incidenza sul PIL è aumentata di quasi 5 punti percentuali, al 18 per cento. I due terzi

degli investimenti esteri diretti e di portafoglio in Italia provengono dai paesi dell'Unione, che a loro volta ricevono il 60 per cento di quelli italiani.

L'Italia è stata a lungo tra i principali beneficiari dei trasferimenti europei; in media negli anni Ottanta ha ricevuto finanziamenti netti annui pari allo 0,4 per cento del prodotto. Anche per l'ingresso di nuovi Stati membri, la posizione del Paese è gradualmente cambiata; dall'inizio degli anni Duemila l'Italia è contributore netto al bilancio dell'Unione; dal 2014 i trasferimenti netti in uscita sono ammontati a poco meno dello 0,2 per cento del PIL all'anno; contribuiscono di più la Francia e la Germania (rispettivamente con lo 0,3 e lo 0,4 per cento). In termini lordi le risorse stanziare per il sostegno delle aree svantaggiate del nostro paese per il periodo 2014-2020 sono pari a 34 miliardi, lo 0,3 per cento del PIL in media all'anno. Utilizzarle in maniera efficiente deve essere una priorità, superando con decisione i problemi incontrati in passato.

Le istituzioni europee promuovono la ricerca e l'innovazione con programmi che indirizzano le risorse verso obiettivi condivisi, facilitano la cooperazione tra le istituzioni di paesi diversi, accrescono le opportunità di collaborazione tra il settore pubblico e quello privato. Università, enti di ricerca e imprese avanzate forniscono un contributo importante ai programmi innovativi dell'Unione e traggono benefici concreti dalle occasioni di scambio e di interazione. Se il sistema italiano della ricerca fosse più ampio e meglio organizzato potremmo ottenere maggiori risorse dai programmi europei.

L'inflazione, vicina al 20 per cento all'inizio degli anni Ottanta e ancora intorno al 5 nella prima metà del decennio successivo, si è portata al 2 per cento nel biennio che ha preceduto l'introduzione dell'euro ed è rimasta in media su quel livello fino a pochi anni fa; il più recente rischio di deflazione è stato scongiurato con le misure di politica monetaria messe in atto dal 2014 (fig. 12). La moneta unica ha reso duraturo l'abbattimento di una tassa occulta che riduceva il potere d'acquisto delle famiglie e costringeva il Paese a ricorrenti svalutazioni del tasso di cambio, con benefici temporanei per alcune imprese e costi per la collettività. Grazie alla riduzione dei rischi di inflazione e di cambio, nonché alla possibilità di accedere a un mercato finanziario più ampio, i tassi di interesse sui titoli di Stato e quelli sui prestiti alle famiglie e alle imprese sono diminuiti nel percorso di avvicinamento all'euro.

La debolezza della crescita dell'Italia negli ultimi vent'anni non è dipesa né dall'Unione europea né dall'euro; quasi tutti gli altri Stati membri hanno fatto meglio di noi. Quelli che oggi sono talvolta percepiti come costi dell'appartenenza all'area dell'euro sono, in realtà, il frutto del ritardo con cui il Paese ha reagito al cambiamento tecnologico e all'apertura dei mercati a livello globale. La specializzazione produttiva in settori maturi ha esposto l'economia alla concorrenza di prezzo di quelle emergenti. Le esitazioni nel

processo di riduzione degli squilibri nei conti pubblici hanno compresso i margini per le politiche volte alla stabilizzazione macroeconomica e a innalzare durevolmente la crescita. Sta a noi maturare la consapevolezza dei problemi e affrontarli, anche con l'aiuto degli strumenti europei. Altri hanno saputo farlo in modo efficace.

Sebbene la moneta unica abbia rappresentato un passo cruciale nel processo di integrazione europea, l'Unione economica e monetaria rimane una costruzione incompiuta. Chi ne ha disegnato l'architettura ne era consapevole, richiedeva e confidava in progressi successivi. Ancora prima dell'introduzione dell'euro erano state sottolineate la peculiare condizione di una moneta senza Stato, la solitudine istituzionale della BCE, i problemi posti dalla mobilità imperfetta del lavoro e dei capitali. Si faceva affidamento sulla spinta che l'integrazione avrebbe dato alla convergenza economica dei paesi membri e su una strategia di riforme gradualistiche, da compiere al maturare delle condizioni politiche.

I rischi che questo processo comportava si sono materializzati con violenza inattesa con la crisi dei debiti sovrani. È emersa appieno l'inadeguatezza della governance economica dell'area dell'euro: le regole dei Trattati non sono state in grado di orientare in modo appropriato le politiche nazionali, di assicurarne il necessario coordinamento; l'assenza di strumenti comuni per la gestione delle crisi delle economie nazionali le ha rese più lunghe e profonde e ha favorito fenomeni di contagio.

Le linee di riforma prefigurate dopo la fase più acuta della crisi prevedevano il graduale rafforzamento del processo di integrazione, prima nell'ambito finanziario e poi in quello della finanza pubblica. I progressi sono stati parziali. L'Unione bancaria è incompleta e non priva di difetti, quella dei capitali è ancora in fase d'avvio; l'unione di bilancio è rinviata a un futuro indefinito.

Il tentativo di ridurre i rischi nazionali prima di accettarne la condivisione – peraltro considerandone solo alcuni – finisce per accrescerli e per alimentare il senso di precarietà che circonda l'euro. Riduzione e condivisione devono andare di pari passo e rafforzarsi l'una con l'altra; la condivisione dei rischi ne aumenta la sostenibilità per tutti. L'idea che si debba invece procedere in sequenza riflette preoccupazioni di natura politica ed economica connesse con le differenze che permangono tra i singoli paesi; è frutto della sfiducia reciproca maturata nel corso della crisi, alimentata da dubbi sulla capacità e sulla volontà di affrontare i problemi con la necessaria determinazione e sulla disponibilità a definire regole e politiche che siano nell'interesse di tutti. Ferma in mezzo al guado del processo di riforma, l'area dell'euro è frenata nella crescita economica e rimane esposta a rischi finanziari.

L'Italia ha la responsabilità di contribuire a sbloccare la situazione e le capacità per partecipare in maniera costruttiva alla definizione dei passaggi necessari a completare l'Unione economica e monetaria. La sua voce sarà tanto più autorevole quanto più saprà procedere alla rimozione degli ostacoli strutturali al ritorno su un sentiero stabile di crescita e all'avvio di un percorso credibile di riduzione del peso del debito pubblico.

Servono mercati integrati – finanziari, del lavoro, di beni e servizi – con norme e istituti comuni. Servono politiche economiche fondate sull'effettiva condivisione di strategie e obiettivi intermedi. Servono strumenti di intervento che consentano di affrontare tempestivamente le situazioni di difficoltà, con processi decisionali non appesantiti da trattative lunghe e dall'esito incerto.

L'Unione bancaria deve essere accompagnata da regole e istituti per la gestione efficace delle crisi bancarie che ne consentano la soluzione ordinata e non siano essi stessi fonte di instabilità. In particolare, bisogna evitare che per le crisi di intermediari medio-piccoli, e quindi non assoggettabili a risoluzione (la gran parte delle banche europee), l'unica opzione disponibile rimanga una liquidazione disordinata, con rischi pesanti per la continuità dei servizi finanziari, per i risparmiatori, per la stabilità complessiva. Vanno esplorati i margini di manovra aperti dalla recente pronuncia del Tribunale dell'Unione europea sugli interventi preventivi dei fondi obbligatori di garanzia dei depositi. A livello europeo le norme sugli aiuti di Stato a tutela della concorrenza vanno applicate tenendo conto dell'esigenza di garantire la stabilità finanziaria e, in ogni caso, con la necessaria proporzionalità rispetto alle dimensioni degli intermediari interessati.

La preoccupazione di molti per i debiti pubblici elevati è giustificata, ma la tesi secondo cui una revisione del trattamento prudenziale delle esposizioni sovrane sarebbe indispensabile per recidere il nesso tra banche e Stato trascura il fatto che questo legame si alimenta soprattutto attraverso canali diversi dall'esposizione diretta. Quello principale passa per l'economia reale; un forte aumento nella percezione del rischio associato al debito di uno Stato può innescare rapidamente una spirale recessiva, scatenando tensioni sociali dagli esiti imprevedibili. Il sistema bancario ne sarebbe fortemente colpito indipendentemente dalla sua patrimonializzazione e dalla sua esposizione diretta.

Non vi è d'altra parte evidenza che i benefici connessi con una revisione del trattamento prudenziale delle esposizioni sovrane superino i costi, né che la riduzione del rischio a esse associato possa ottenersi con il semplice spostamento dei titoli del debito pubblico dalle banche ad altri detentori. Solo la combinazione di politiche di bilancio prudenti e riforme strutturali credibilmente rivolte alla crescita può favorire al tempo stesso un aumento sostenuto dei prestiti e una riduzione dei titoli pubblici all'attivo delle banche.

Lo scorso dicembre il Vertice euro (Euro Summit) ha raggiunto un accordo sul rafforzamento del ruolo del Meccanismo europeo di stabilità (MES) nell'ambito della prevenzione e della gestione delle crisi degli Stati membri dell'area dell'euro. Sono state precisate le condizioni che i paesi devono rispettare per accedere agli strumenti di finanziamento precauzionale del MES e approvate le modalità di collaborazione concordate tra quest'ultimo e la Commissione per il monitoraggio dei conti pubblici dei paesi membri.

Con l'intento di ridurre l'incertezza sul modo e sui tempi dell'eventuale ristrutturazione di un debito sovrano, il Vertice ha inoltre deciso che entro il 2022 siano inserite clausole di azione collettiva a maggioranza singola (*single-limb collective action clauses*) nei titoli di Stato dei paesi membri e che il MES, su richiesta del paese emittente, possa agire come facilitatore del dialogo tra questo e gli investitori privati. Questa incertezza, tuttavia, contribuisce solo in piccola parte al costo di un'eventuale crisi di insolvenza. Dati gli stretti legami economici e finanziari tra i paesi dell'area dell'euro, gli effetti di tale crisi sarebbero gravi e imprevedibili non solo per il paese direttamente coinvolto ma anche per gli altri.

Gli accordi europei dovrebbero mirare a individuare i modi per sostenere gli sforzi che devono essere messi in atto dagli Stati membri per ridurre il loro debito. Sono indispensabili politiche di bilancio rigorose e prudenti, ma la riduzione del rapporto tra debito e prodotto è un processo necessariamente lungo, col quale possono interferire eventi non controllabili dai singoli governi; per questo andrebbe protetta con forme di assicurazione sovranazionale, ad esempio attraverso la creazione di un fondo europeo per il rimborso del debito, finanziato con risorse vincolate dei paesi che vi partecipano.

L'accesso dibattito sui crediti deteriorati e sulle esposizioni sovrane tende a porre in secondo piano altri significativi rischi a cui sono esposte le banche. Ne è un esempio la presenza elevata nei bilanci di alcuni grandi intermediari europei di attivi illiquidi e opachi, con riferimento ai quali il Meccanismo di vigilanza unico ha avviato di recente iniziative volte a definire i necessari interventi. La tendenza a una visione asimmetrica della rilevanza dei rischi ha trovato conferma nelle decisioni del Vertice euro di dicembre: la possibilità di rendere operativo prima del 2024 il sostegno finanziario fornito dal MES al Fondo unico di risoluzione è condizionata a progressi nella riduzione dei rischi misurati esclusivamente con riferimento all'entità dei crediti deteriorati e alla costituzione delle riserve di passività da utilizzare in caso di crisi.

Il buon funzionamento di un'area monetaria richiede un mercato unico dei capitali che faciliti l'accesso delle imprese ai finanziamenti. Un mercato integrato, inoltre, contribuisce all'assorbimento di shock macroeconomici locali, accresce la robustezza del sistema economico, rafforza la stabilità

finanziaria. In questo è chiara la sua complementarità con l'unione di bilancio e con la politica monetaria.

Un'unione di bilancio, realizzabile in forme diverse ma comunque diretta in primo luogo alla stabilizzazione macroeconomica, consentirebbe di conciliare il pieno esercizio di tale funzione con l'equilibrio dei conti pubblici in ciascun paese. Se è difficile pensare di realizzare nell'immediato strumenti di tipo discrezionale, è invece possibile progettare stabilizzatori automatici comuni, ad esempio con meccanismi che finanzino nelle fasi congiunturali avverse parte delle spese per la disoccupazione. Disegnati in modo da evitare trasferimenti sistematici di risorse da un paese all'altro, questi strumenti contribuirebbero a rendere più fluido il mercato del lavoro continentale e renderebbero più tangibili i benefici dell'Unione economica e monetaria.

La politica monetaria è stata l'unica linea di difesa durante la crisi dei debiti sovrani e contro i rischi di deflazione emersi negli anni successivi. Il Consiglio direttivo della BCE ha dimostrato di essere pronto a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione, e a introdurne di nuovi, per perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Ha avuto successo, ma la sua azione avrebbe potuto essere ancora più efficace se altre politiche economiche l'avessero accompagnata.

L'introduzione di attività finanziarie prive di rischio (*safe assets*) nell'area dell'euro è il comune denominatore necessario per completare le tre unioni – bancaria, del mercato dei capitali, di bilancio – che devono affiancare quella monetaria. Sostituendosi in parte ai titoli pubblici nazionali, un titolo di debito europeo agevolerebbe la diversificazione delle esposizioni sovrane delle istituzioni finanziarie; ridurrebbe il rischio che nei momenti di tensione sui mercati la ricerca di sicurezza da parte degli investitori si traduca in massicce fughe di capitali dai paesi in difficoltà, permettendo invece al mercato finanziario di svolgere un'efficace funzione di assorbimento degli shock; potrebbe essere lo strumento per finanziare gli stabilizzatori automatici comuni. È possibile disegnare meccanismi che consentano di accompagnare l'introduzione di un'attività sicura con i necessari presidi contro il rischio di comportamenti opportunistici. Ma più che nelle regole, il requisito essenziale per la percorribilità di questa soluzione sta in una rinnovata, convinta adesione da parte di tutti al progetto europeo, nella disponibilità a ricercare soluzioni comuni a problemi comuni.

* * *

Venti anni fa nasceva l'euro. La partecipazione dell'Italia alla moneta unica fin dall'avvio non era scontata, ma il Paese perseguì con determinazione gli

obiettivi economici e finanziari necessari per raggiungere quel traguardo. Le aspettative erano alte; il passo coraggioso verso un'unione sempre più profonda tra i paesi europei sanciva l'impegno a proseguire il cammino di sviluppo avviato sulle macerie della seconda guerra mondiale; pur presente, non era diffusa la percezione di quanto ci fosse ancora da fare per completare l'Unione economica e monetaria e di quanto grande fosse la responsabilità affidata alla Banca centrale europea in assenza di un governo politico dell'economia.

Ad altre sfide l'Italia non ha risposto con la stessa determinazione. Ha reagito con ritardo ai cambiamenti imposti dal progresso tecnologico e dall'apertura dei mercati globali, restando esposta più di altri paesi alla concorrenza delle economie emergenti. Non ha completato il percorso di risanamento dei conti pubblici avviato negli anni Novanta, accollandosi i rischi connessi con un'elevata dipendenza dai mercati finanziari per il rifinanziamento del debito pubblico.

Questa duplice debolezza ha esacerbato da noi tensioni sperimentate anche nelle altre economie avanzate. Un Paese dove la produttività già ristagnava ha dovuto sopportare le conseguenze di una crisi finanziaria globale avviata in un altro continente e di una crisi dei debiti sovrani che non aveva contribuito a innescare. La sofferenza economica e sociale è stata amplificata dalle difficoltà, effettive e percepite, incontrate nella gestione di flussi migratori crescenti.

L'area dell'euro non aveva l'organizzazione di governo e gli strumenti per affrontare crisi di questa portata. La politica monetaria unica, nel perseguire la stabilità dei prezzi nel medio periodo, può attenuare le difficoltà congiunturali comuni, non può intervenire a beneficio di singoli Stati, né può risolvere i problemi strutturali, che riguardino un solo paese o tutta l'area. Ma addossare all'Europa le colpe del nostro disagio è un errore; non porta alcun vantaggio e distrae dai problemi reali.

L'Italia ancora fatica a riprendersi dalla doppia recessione perché paga il prezzo di un contesto che – per qualità dei servizi pubblici e rispetto delle regole – è poco favorevole all'attività imprenditoriale. Risente di un ritardo tecnologico grave, frutto di una struttura produttiva frammentata e sbilanciata verso aziende che trovano difficoltà a crescere e a innovare. Subisce il peso delle distorsioni prodotte dall'evasione fiscale e quello del debito pubblico, che rende più costosi i finanziamenti per le famiglie, per le imprese e per le banche, oltre che per lo stesso Stato. Condizioni di costante incertezza comprimono gli investimenti delle imprese e i consumi delle famiglie. Ne soffre il lavoro, cresce il disagio sociale.

L'andamento dell'economia e il "rischio paese" si riflettono, a loro volta, sulle condizioni delle banche. I progressi nella qualità del credito, nella redditività, nel patrimonio degli intermediari che abbiamo osservato negli

ultimi anni rispecchiano in molti casi sforzi importanti, sospinti dall'azione della Vigilanza, favoriti dal miglioramento della congiuntura e dalle condizioni finanziarie distese pretese fino alla primavera dello scorso anno. La possibilità che rischi macroeconomici tornino a investire un settore finanziario ancora in ritardo nell'adeguare la propria struttura è un elemento di vulnerabilità di cui bisogna essere consapevoli. Sostenere la crescita e allentare le tensioni sui mercati finanziari resta cruciale anche per garantire la piena funzionalità di quest'organo vitale del sistema economico.

Se alziamo lo sguardo oltre l'orizzonte della congiuntura non possiamo ignorare il rischio, implicito nelle tendenze demografiche, di un netto indebolimento della capacità produttiva del Paese e la prospettiva di una forte pressione sulle finanze pubbliche. Da qui al 2030, senza il contributo dell'immigrazione, la popolazione di età compresa tra i 20 e i 64 anni diminuirebbe di 3 milioni e mezzo, calerebbe di ulteriori 7 nei successivi quindici anni. Oggi, per ogni 100 persone in questa classe di età ce ne sono 38 con almeno 65 anni; tra venticinque anni ce ne sarebbero 76. Queste prospettive sono rese più preoccupanti dall'incapacità del Paese di attirare forze di lavoro qualificate dall'estero e dal rischio concreto di continuare anzi a perdere le nostre risorse più qualificate e dinamiche.

Una composizione del bilancio pubblico più orientata verso misure a sostegno del lavoro e dell'attività produttiva, una strategia rigorosa e credibile per la riduzione dell'incidenza del debito pubblico, un disegno di riforme strutturali di ampio respiro, volto a rimuovere gli ostacoli di natura burocratica e amministrativa alla concorrenza, agli investimenti in capitale fisico e in capitale umano possono contribuire a un ritorno a tassi di crescita più elevati e ristabilire la fiducia nel mercato dei titoli pubblici. Un'efficace azione di contrasto dell'evasione, nell'ambito di un'ampia riforma fiscale, potrà facilitare questo processo.

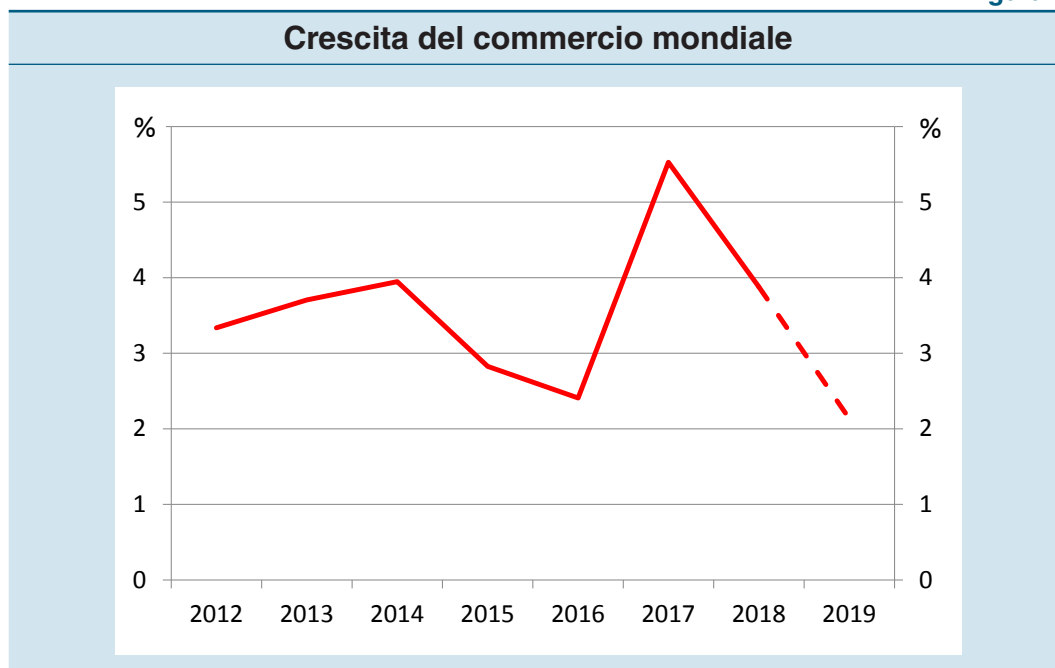
Va favorito in tutti i modi l'aumento dei tassi di partecipazione al mercato del lavoro, prolungando l'attività in linea con l'aumento dell'aspettativa di vita ed eliminando gli ostacoli al lavoro femminile; va recuperato pienamente allo sviluppo del Paese il Mezzogiorno, dove risiede un terzo della popolazione. Alla politica economica spetta il compito di definire la cornice normativa, fornendo incentivi adeguati e rimuovendo i freni all'attività produttiva; ma sta alle imprese cogliere le occasioni che offrono il mercato e la tecnologia, essere pronte a crescere, anche aprendosi a contributi esterni di capacità e di capitale; a chi studia e lavora contribuire al cambiamento ricercando nuove e maggiori competenze. Gli intermediari finanziari dovranno essere in grado, nel loro stesso interesse, di appoggiare con prudenza, ma anche con sagacia, questo processo. Serve uno sforzo corale, la partecipazione di tutti, lungo una direzione di marcia che la politica deve indicare con chiarezza.

L'appartenenza all'Unione europea è fondamentale per tornare su un sentiero di sviluppo stabile: è il modo che abbiamo per rispondere alle sfide globali poste dall'integrazione dei mercati, dalla tecnologia, dai cambiamenti geopolitici, dai flussi migratori. La crescita istituzionale dell'Europa ha accompagnato quella economica di tutti i paesi del continente: ha aperto un mercato più ampio alle imprese e ai consumatori, reso disponibili maggiori fondi a sostegno delle aree svantaggiate, facilitato la cooperazione in campi strategici, garantito un quadro di stabilità monetaria. Saremmo stati più poveri senza l'Europa; lo diventeremmo se dovessimo farne un avversario.

Al completamento dell'Unione dobbiamo partecipare con responsabilità, in modo costruttivo e senza pregiudizi, per contribuire a rafforzarne le istituzioni, per il benessere di tutti. Devono essere chiare le responsabilità da condividere, gli obiettivi da perseguire, gli strumenti da utilizzare, nella consapevolezza che, anche per chi risparmia, investe e produce, “le parole sono azioni” e che “nell'oscurità le parole pesano il doppio”. La lungimiranza dimostrata da chi ha eretto le fondamenta del progetto europeo deve tornare a guidare le azioni di oggi. È indispensabile per garantire un futuro di pace e di prosperità alle prossime generazioni.

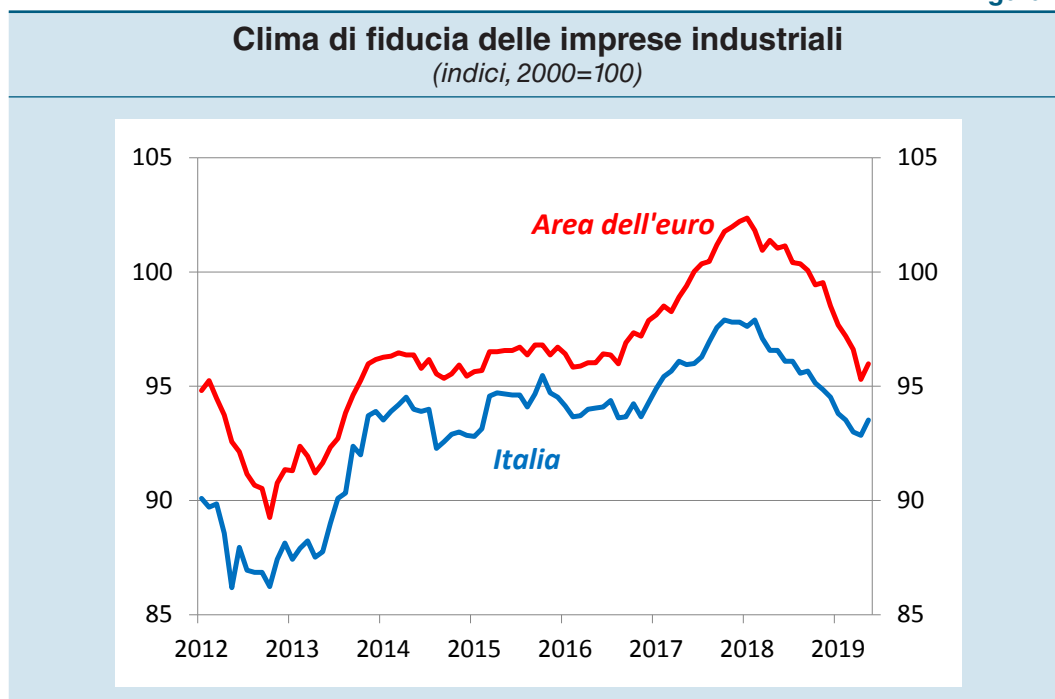
FIGURE

Figura 1



Fonte: OCSE.

Figura 2



Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea.

Figura 3

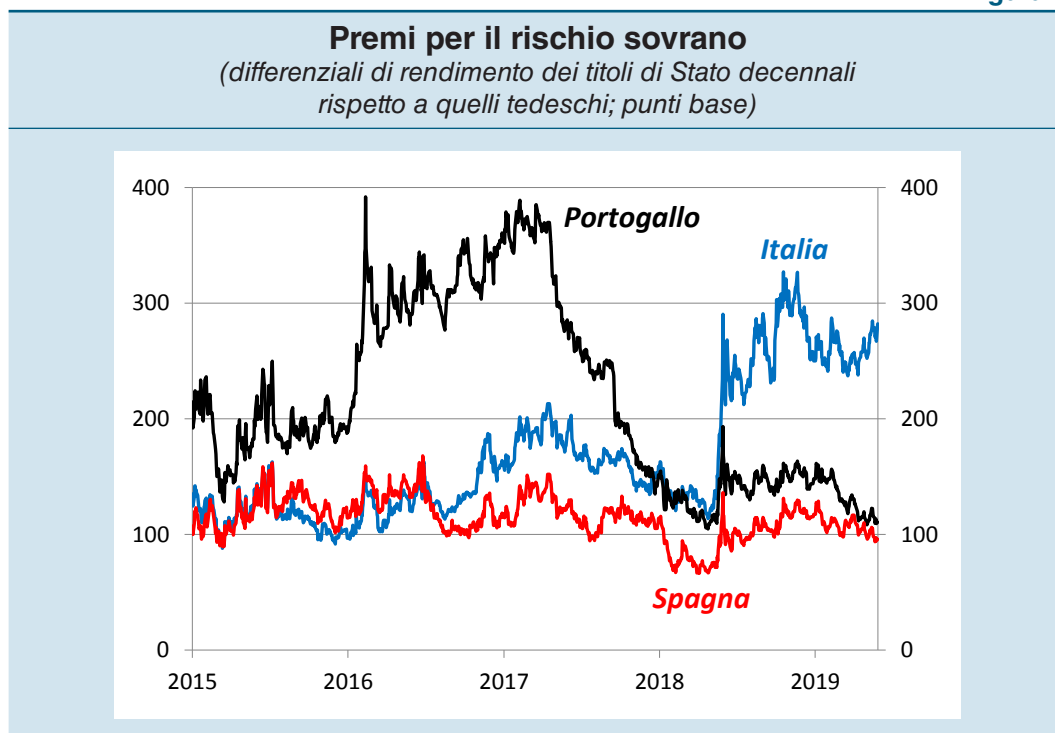


Figura 4

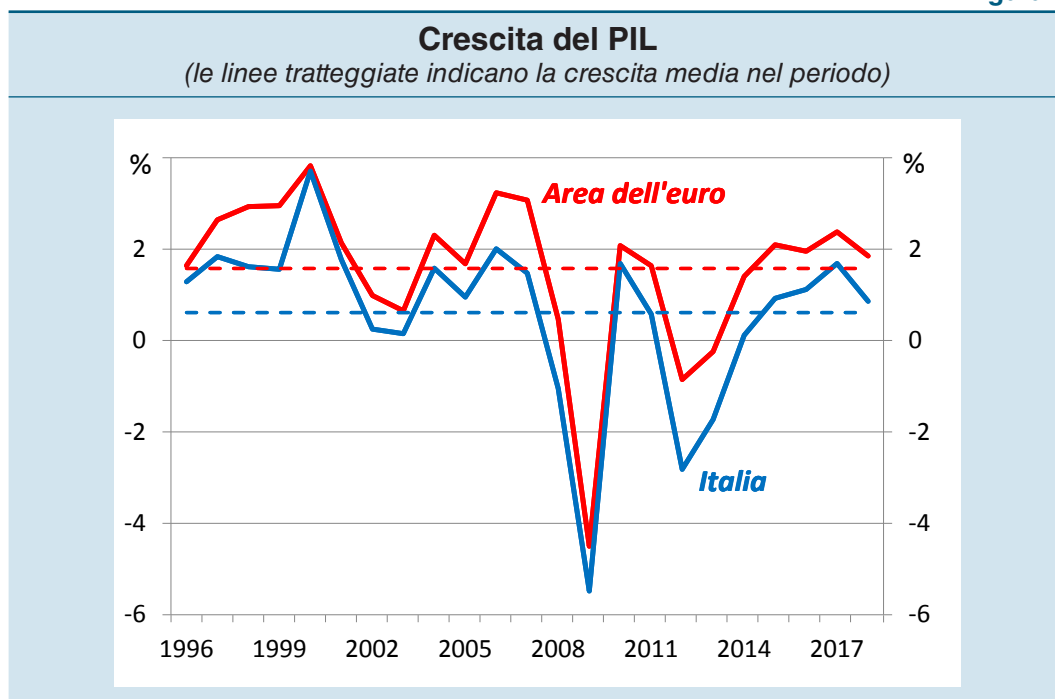
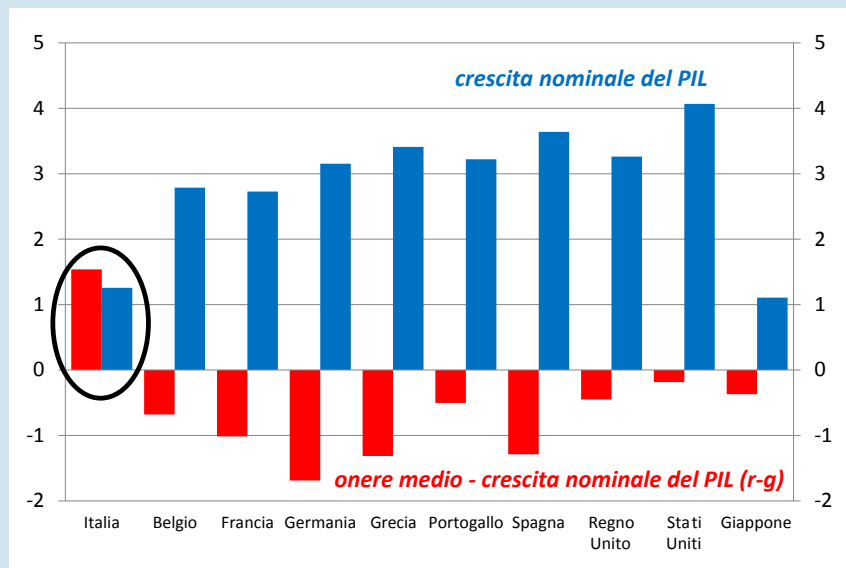


Figura 5

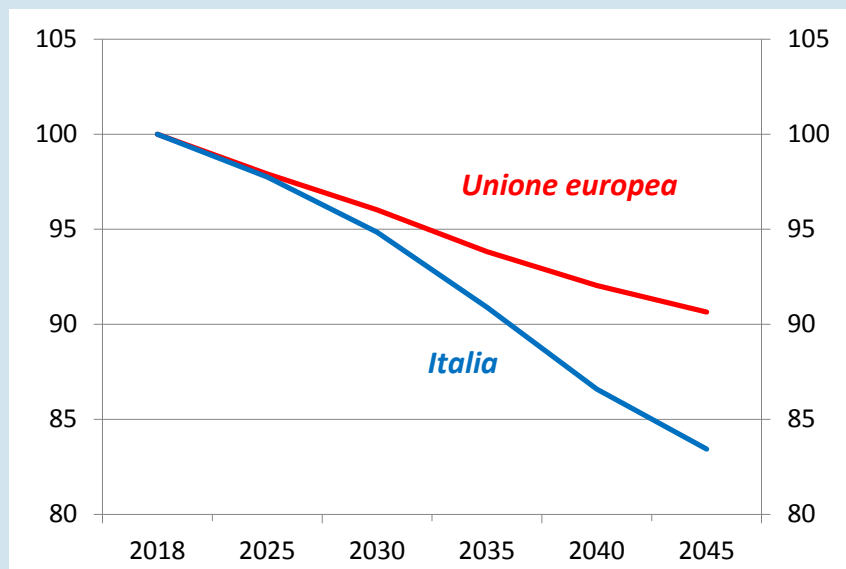
Onere medio del debito pubblico e crescita nominale del PIL: previsioni
(valori percentuali; media 2019-2020)



Fonte: Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2019.

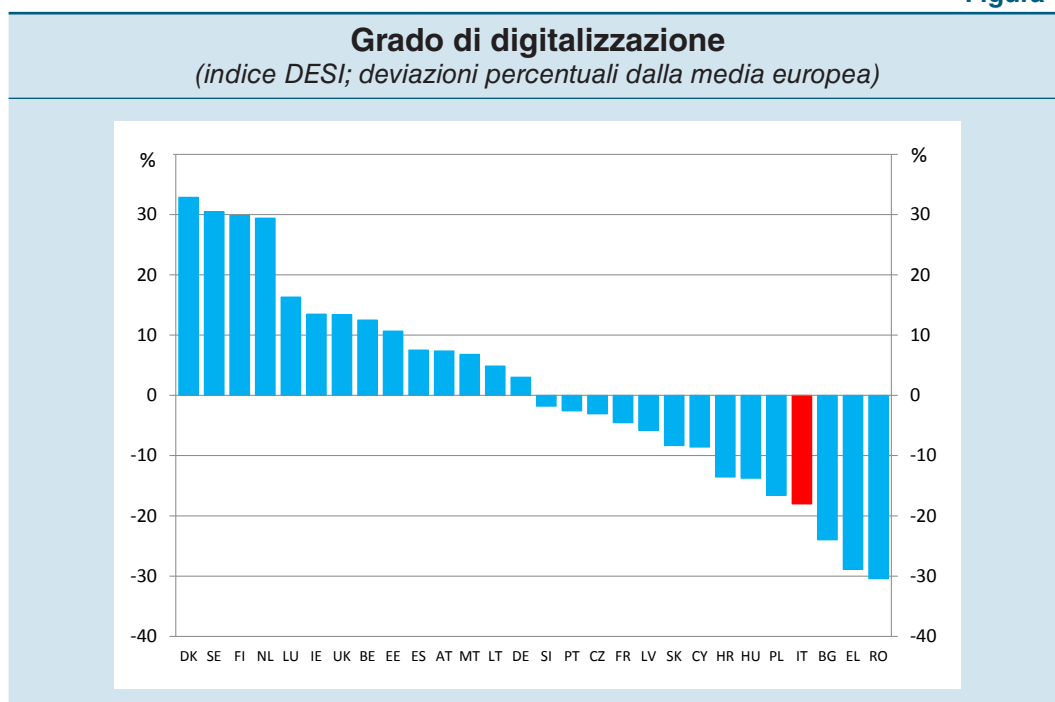
Figura 6

Popolazione di età compresa tra 20 e 64 anni: proiezioni
(indici, 2018=100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

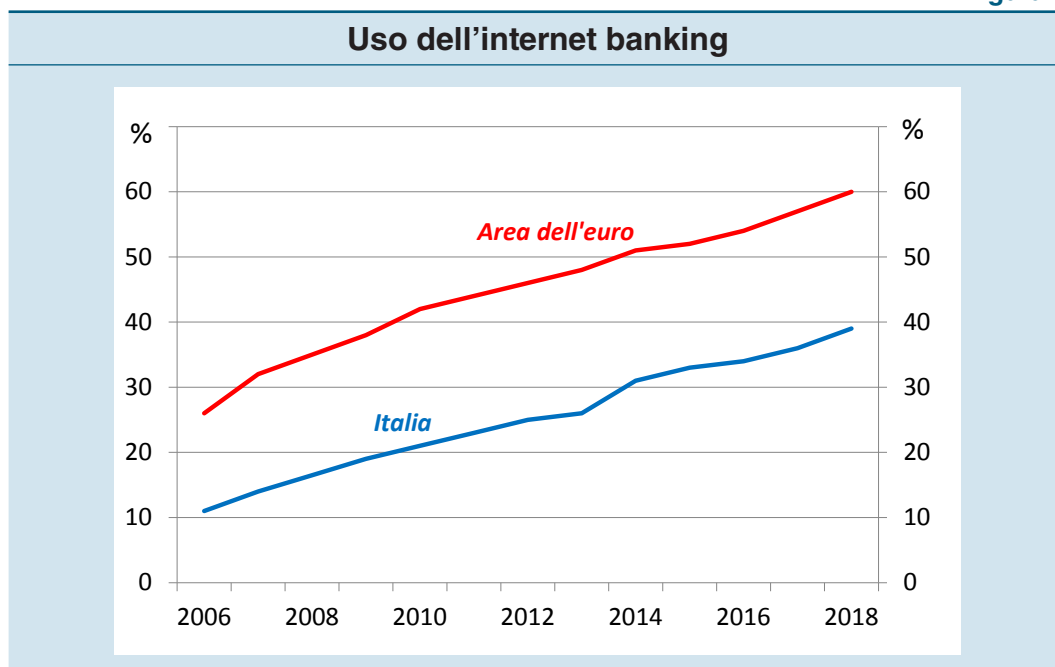
Figura 7



Fonte: Commissione europea.

Note: l'indice DESI è un indicatore composto che misura le prestazioni digitali dell'Europa e dei suoi Stati membri.

Figura 8

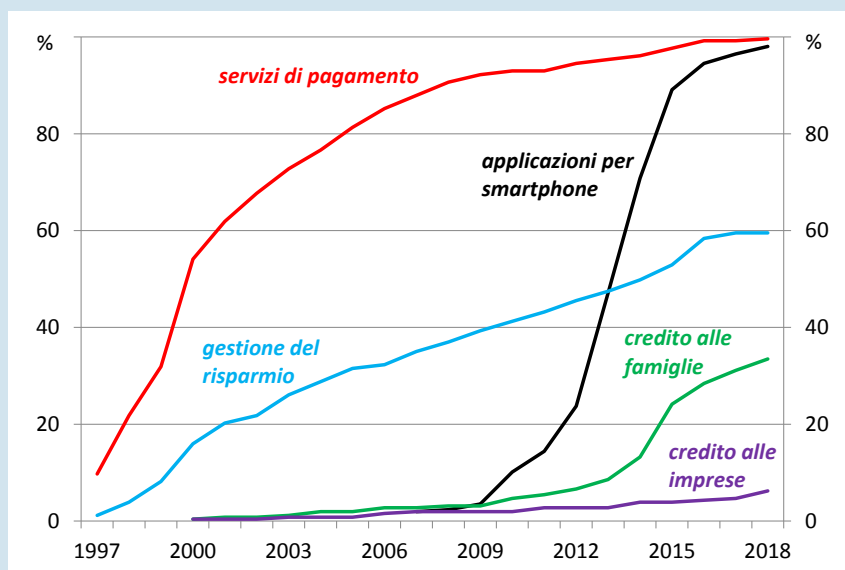


Fonte: Eurostat.

Note: quota della popolazione di età compresa tra i 25 e i 64 anni che accede al conto corrente bancario attraverso internet.

Figura 9

Offerta di servizi bancari attraverso canali digitali in Italia

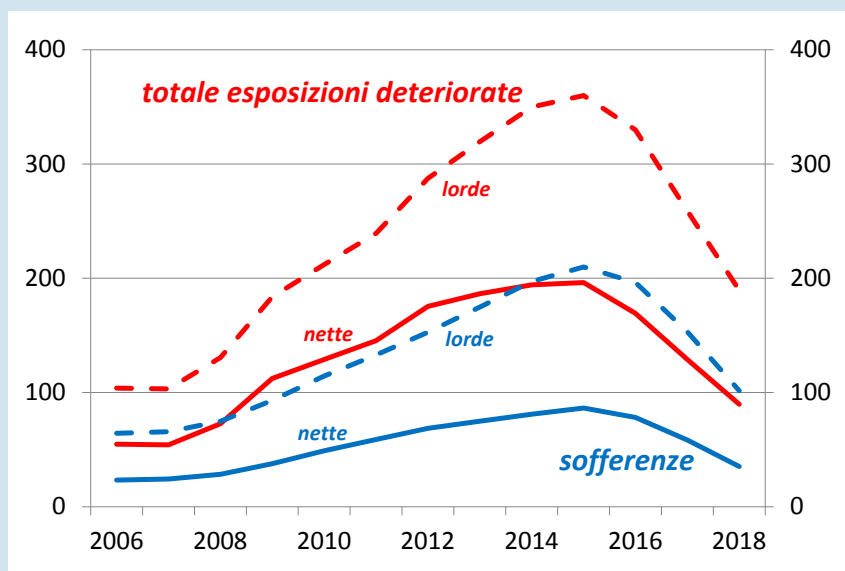


Fonte: Bank Lending Survey regionale.

Note: quote di banche che offrono i servizi attraverso canali digitali. Frequenze non ponderate. Per il credito alle famiglie e alle imprese la quota fa riferimento agli intermediari che offrono online il preventivo per un finanziamento.

Figura 10

Qualità del credito delle banche italiane (miliardi di euro)

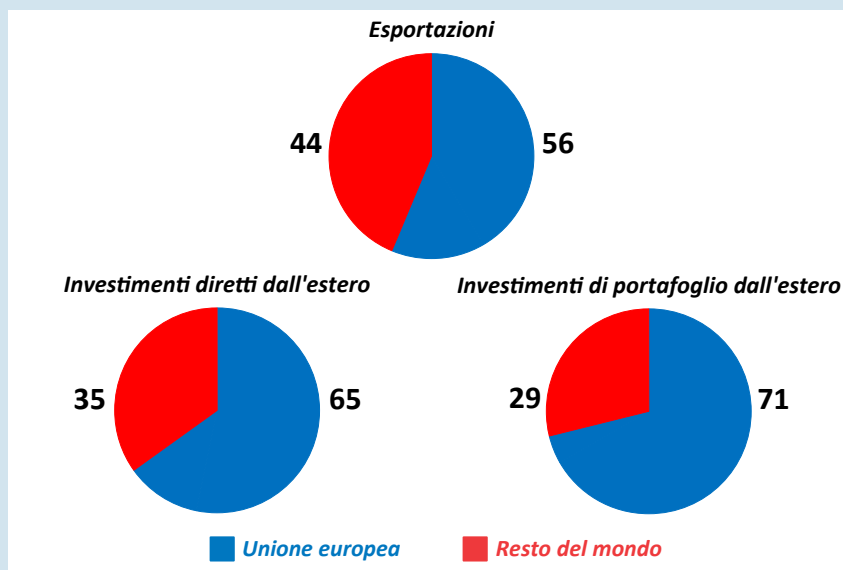


Fonte: segnalazioni di vigilanza (consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi).

Note: consistenze al lordo e al netto delle rettifiche di valore. Le sofferenze sono un sottoinsieme del totale delle esposizioni deteriorate.

Figura 11

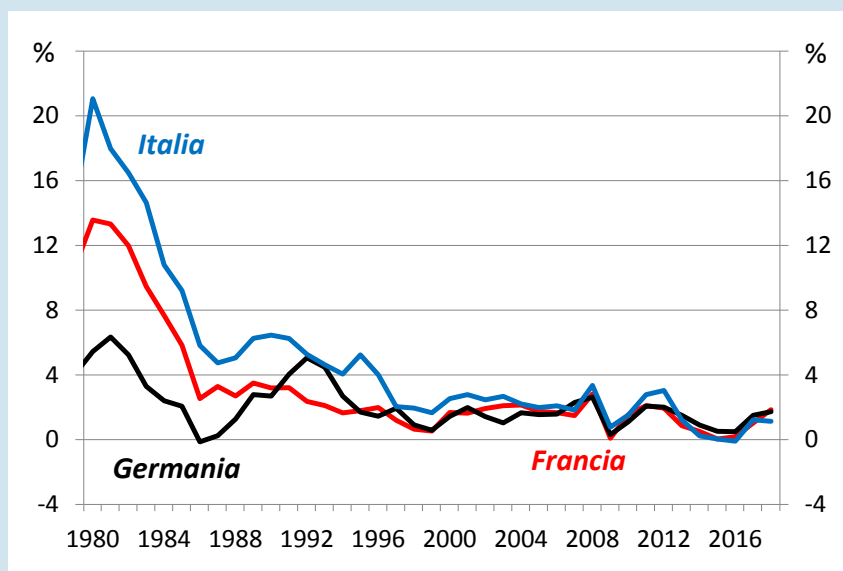
Esportazioni e investimenti diretti e di portafoglio dall'estero in Italia
(aree di destinazione/provenienza, composizione percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e FMI.

Figura 12

Inflazione



Fonte: OCSE.

*Il presente fascicolo
è stato stampato il 31 maggio 2019
presso la Divisione Editoria e stampa
della Banca d'Italia in Roma*

Stampato su carta prodotta nel rispetto dell'ambiente