



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Considerazioni finali del Governatore

Relazione annuale  
Roma, 29 maggio 2018

CENTOVENTIQUATTRESIMO ESERCIZIO

anno 2017

esercizio

CXXIV



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Considerazioni finali del Governatore

---

Relazione annuale  
anno 2017 – centoventiquattresimo esercizio

Roma, 29 maggio 2018



### *Autorità, Signori Partecipanti, Signore, Signori,*

l'economia italiana si sta rafforzando, prosegue il recupero dell'occupazione, sono state eliminate fonti di rischio sistemico nel settore bancario. Il consolidamento dei risultati raggiunti, il conseguimento di ulteriori progressi, la rimozione delle fragilità strutturali richiedono di procedere lungo il percorso di riforma avviato.

Bisogna continuare a rispondere con determinazione ai cambiamenti indotti dalla globalizzazione, dall'innovazione tecnologica, dalla demografia. La difesa del risparmio, necessario per sostenere la crescita economica, presuppone condizioni ordinate sui mercati finanziari. Queste dipendono dalla credibilità delle politiche volte a rinnovare la struttura dell'economia, ad accrescere la produttività, a mantenere sotto controllo la dinamica del debito pubblico.

Ai rischi connessi con l'indebolimento della cooperazione internazionale, di ordine sia geopolitico sia economico e commerciale, si aggiungono esitazioni sul fronte della costruzione europea e tensioni nel nostro paese. L'Italia deve essere una presenza autorevole nel dibattito sulla ridefinizione degli assetti normativi e istituzionali dell'Unione europea, presenza ancora più importante nell'attuale fase di grandi trasformazioni sociali, economiche e finanziarie.

Su questi temi si concentrano oggi le mie riflessioni, che come sempre si avvalgono delle analisi contenute nella Relazione economica e nelle altre pubblicazioni dedicate a temi di economia e finanza, di vigilanza e regolamentazione, frutto dell'impegno di tutte le persone che lavorano in Banca d'Italia con professionalità e dedizione. A loro va il mio ringraziamento personale, insieme con quelli del Direttorio e del Consiglio superiore.

Per la presentazione del bilancio e per l'analisi della gestione e delle attività della Banca d'Italia rinvio alle due apposite Relazioni, la prima pubblicata il 29 marzo, in occasione dell'Assemblea dei Partecipanti, la seconda diffusa oggi. Un nuovo volume sulle funzioni dell'Istituto si aggiunge agli altri strumenti che utilizziamo per dare conto del nostro operato.

## *Il quadro internazionale e la politica monetaria dell'area dell'euro*

Nel 2017 la crescita dell'economia mondiale è stata vigorosa, prossima al 4 per cento (fig. 1). Ha riflesso una generalizzata accelerazione degli investimenti e del commercio internazionale, che ha ripreso ad aumentare più del prodotto. L'espansione dell'attività economica si è diffusa a tutti i maggiori paesi; dovrebbe rimanere robusta nel futuro prossimo.

Non mancano tuttavia i rischi. L'introduzione di misure di protezione commerciale e le possibili ritorsioni avrebbero gravi ripercussioni sull'attività produttiva mondiale. La stessa situazione di incertezza prodotta da dichiarazioni e annunci che prefigurano involuzioni protezionistiche influisce negativamente sui piani di investimento delle imprese attive sui mercati internazionali. Vi contribuisce il confronto tra chi preferirebbe un sistema di scambi basato su accordi bilaterali e chi sottolinea l'importanza di preservare le regole globali sul commercio, che hanno sostenuto l'integrazione e lo sviluppo economico degli ultimi decenni.

Rischi ulteriori sono associati all'elevato livello del debito mondiale, privato e pubblico, che nel terzo trimestre del 2017 ha raggiunto il 245 per cento del prodotto, 35 punti in più che alla fine del 2007. L'incremento è stato particolarmente accentuato nelle economie emergenti (dal 121 al 192 per cento del prodotto), dove una parte rilevante del debito delle imprese è denominata in valuta estera. Rialzi inattesi dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti, legati anche ai possibili effetti di una politica di bilancio eccessivamente espansiva, e marcate fluttuazioni dei tassi di cambio potrebbero generare gravi tensioni sui mercati dei capitali.

Nell'area dell'euro la crescita del prodotto prosegue a un ritmo apprezzabile. Nel 2017 è stata pari al 2,4 per cento; vi ha contribuito, con il rafforzamento delle esportazioni, la tenuta di consumi e investimenti, che hanno continuato a beneficiare dell'aumento dell'occupazione e delle vantaggiose condizioni di finanziamento. Nonostante i segnali di rallentamento emersi nei primi mesi di quest'anno le prospettive restano favorevoli.

L'inflazione si sta riportando verso valori coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi, definito da un tasso di crescita vicino al 2 per cento annuo da mantenersi in modo durevole in un orizzonte di medio periodo (fig. 2). L'inflazione di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, resta debole; il suo rafforzamento richiede un pieno recupero delle aspettative di inflazione e il riassorbimento della disoccupazione, che in alcuni paesi ancora frena l'aumento dei salari.

Il miglioramento della congiuntura ha rafforzato la fiducia del Consiglio direttivo della Banca centrale europea nella convergenza della crescita dei

prezzi verso l'obiettivo e reso opportuna una graduale rimodulazione delle misure di politica monetaria. L'incertezza sull'andamento dell'inflazione induce a procedere con prudenza. Finora la ricalibrazione degli interventi è avvenuta senza suscitare le tensioni sui mercati finanziari e gli aumenti repentini dei rendimenti a lungo termine paventati da diversi osservatori.

Nell'ultima riunione di politica monetaria il Consiglio ha ribadito l'esigenza di mantenere un grado di espansione elevato. Vi concorrono vari strumenti: le notevoli consistenze dell'attivo dell'Eurosistema, gli acquisti netti di titoli, che proseguiranno almeno sino alla fine del prossimo settembre, il reinvestimento del capitale rimborsato a fronte dei titoli che scadranno, il livello molto basso dei tassi di interesse ufficiali e le indicazioni sul loro futuro andamento.

La normalizzazione delle condizioni monetarie nell'area dell'euro rifletterà il progressivo consolidamento dell'attività economica e delle prospettive dei prezzi. Questo legame renderà più facile assorbire futuri rialzi dei tassi. La necessità di un atteggiamento cauto è avvalorata anche dai risultati positivi in termini di crescita e di inflazione ottenuti negli Stati Uniti dalla Riserva federale, dove alla politica monetaria espansiva sta facendo seguito un processo di normalizzazione molto graduale (fig. 3).

### *L'economia italiana oggi*

L'economia italiana è in recupero. La crescita del prodotto si è irrobustita lo scorso anno, portandosi all'1,5 per cento, più di quanto atteso dai principali previsori. È stata sospinta in misura ancora rilevante dalle politiche macroeconomiche, ma è in aumento la sua capacità di autosostenersi.

La domanda ha riflesso il buon andamento dei consumi e soprattutto degli investimenti, aumentati del 3,8 per cento ma ancora lontani dai livelli precedenti la crisi. Il rafforzamento dell'accumulazione di capitale, mancata nei primi anni della fase espansiva, pone le basi per il proseguimento della crescita. Gli investimenti in beni strumentali hanno beneficiato delle agevolazioni fiscali, degli incentivi per l'innovazione tecnologica, delle favorevoli condizioni di finanziamento e del progressivo miglioramento della fiducia delle imprese sulle prospettive di domanda. Alla crescita dei consumi ha contribuito quella dell'occupazione, stimolata dalle misure di sostegno alla domanda di lavoro. Nonostante l'aumento della partecipazione al lavoro indotto dal miglioramento delle prospettive di impiego, la disoccupazione è scesa dal picco di poco meno del 13 per cento nel 2014 a circa l'11 (fig. 4).

Le esportazioni si sono confermate un fattore trainante della crescita. Nel 2017 hanno registrato un'espansione del 5,4 per cento, superiore a quella degli altri principali paesi dell'area dell'euro. L'aumento si è consolidato nel corso del secondo semestre dell'anno nonostante il marcato apprezzamento del cambio occorso dalla primavera; è un segnale di recupero della capacità delle nostre imprese di competere sui mercati internazionali. Grazie soprattutto all'avanzo delle partite correnti, le passività nette dell'Italia sull'estero hanno continuato a diminuire, scendendo dal 23 per cento del prodotto nel 2013 a meno del 7; questo dato si confronta con una posizione attiva netta verso l'estero del 60 per cento in Germania e con una passiva del 20 per cento in Francia e dell'80 in Spagna (fig. 5).

L'espansione dell'attività produttiva ha riguardato pressoché tutti i settori dell'economia: il valore aggiunto ha accelerato nella manifattura e nei servizi e ha segnato il primo incremento significativo dal 2006 nelle costruzioni. È stata accompagnata da una ripresa della domanda di prestiti sostenuta dai bassi tassi di interesse; le condizioni di accesso al credito sono migliorate, anche se persistono difficoltà per le imprese di minori dimensioni e per quelle delle costruzioni, ancora caratterizzate da una maggiore rischiosità.

Nella media del 2017 l'inflazione al consumo è tornata positiva, all'1,3 per cento, ma si è indebolita nei primi mesi di quest'anno; la componente di fondo si mantiene al di sotto dell'1 per cento dallo scorso autunno. La dinamica dei salari è sostanzialmente in linea con quella, modesta, della produttività. Le imprese italiane hanno conservato i guadagni di competitività conseguiti negli ultimi anni.

Nei primi mesi del 2018 si sono osservati anche in Italia alcuni segnali di rallentamento dell'attività manifatturiera e un lieve calo degli indici di fiducia delle imprese. Nell'opinione prevalente si tratta di un indebolimento temporaneo; la produzione industriale avrebbe parzialmente recuperato da marzo. Uno scenario di crescita moderata e di inflazione in graduale aumento resta il più probabile; i rischi al ribasso sono però aumentati, anche in relazione agli sviluppi del quadro internazionale.

Preservare la fiducia delle famiglie, delle imprese e degli investitori è condizione necessaria per il proseguimento della crescita dell'economia. Gli effetti di una politica monetaria meno espansiva sarebbero contenuti anche grazie al basso indebitamento delle famiglie e alla riduzione di quello delle imprese, alla limitata esposizione degli intermediari finanziari alle conseguenze di un aumento dei tassi, all'elevata vita media residua del debito pubblico, oggi superiore a sette anni. Ma è cruciale che le condizioni sui mercati finanziari si mantengano favorevoli.

La fase ciclica in cui si trova la nostra economia è diversa dalle precedenti. La crisi è stata molto più profonda e lunga di tutte quelle passate; la ripresa è più lenta che in altre occasioni: in cinque anni il prodotto ha recuperato solo la metà dei nove punti percentuali persi durante la doppia recessione. Restano inutilizzati ampi margini di capacità produttiva e, in particolare, di forza lavoro.

La crescita dell'economia italiana è tuttora inferiore a quella media degli altri paesi dell'area; lo scorso anno il divario è stato di un punto percentuale. La dinamica della produttività del lavoro è insufficiente, nel 2017 è stata meno della metà di quella del resto dell'area. Le tendenze demografiche prefigurano una riduzione della popolazione in età attiva e un aumento di quella anziana nei prossimi anni. Al di là del recupero ciclico va consolidato il potenziale di crescita.

### *Le questioni strutturali*

Sui problemi strutturali dell'economia italiana molto è stato detto. In estrema sintesi, il potenziale di crescita risente di un contesto poco favorevole all'attività delle imprese; molte stentano a rimanere sul mercato, poche crescono. Rilevano soprattutto le inefficienze e i ritardi delle amministrazioni pubbliche e della giustizia civile, le inadeguatezze nella regolamentazione dell'entrata e dell'uscita delle imprese dal mercato, i limiti alla concorrenza e i fenomeni di illegalità, l'elevata tassazione dei fattori della produzione, l'insufficienza degli investimenti nell'innovazione, nella ricerca e nel capitale umano. Interventi di rilievo sono stati compiuti negli scorsi anni, ma migliorare il complesso di istituzioni, regole e prassi su cui poggia l'attività economica, e che influenzano i comportamenti di lavoratori e imprese, è uno sforzo di lunga lena. Le riforme che perseguono questi obiettivi hanno effetti rilevanti sulla crescita e sull'occupazione, distribuiti però su un ampio arco di tempo. Non può essere la facilità di ottenere risultati nel breve periodo a dettare l'agenda.

La bassa crescita italiana degli ultimi venti anni è soprattutto il risultato del ristagno della produttività, a sua volta riflesso di una struttura economica frammentata in cui è elevato il peso delle imprese di dimensione contenuta, in media poco patrimonializzate e spesso poco propense a crescere. Le piccole aziende, molto più numerose che negli altri paesi avanzati, sono meno produttive in Italia non solo di quelle più grandi, ma anche delle imprese straniere di analoga dimensione.

Vi sono però segnali di miglioramento. La riorganizzazione del tessuto produttivo, che si era avviata già prima della doppia recessione, si è intensificata



anche per effetto della crisi. La capacità della nostra economia di impiegare risorse ed energie nelle iniziative più produttive, ancora bassa nel confronto internazionale, è in aumento. All'uscita dal mercato di molte aziende hanno fatto riscontro la nascita di imprese innovative e il rafforzamento di quelle che hanno saputo ricollocarsi su un sentiero di crescita. Queste dinamiche hanno in parte compensato le ripercussioni negative sulla produttività determinate dalla caduta degli investimenti durante gli anni della crisi.

Gli effetti positivi della ricomposizione dell'attività verso le imprese più efficienti sono stati evidenti tra quelle esportatrici; insieme con il recupero di competitività di prezzo hanno consentito di arrestare la perdita di quote di mercato delle esportazioni italiane. Pur rimanendo contenute nel confronto internazionale, l'attività innovativa e l'adozione delle nuove tecnologie si sono rafforzate. La spesa in ricerca e sviluppo, ancora inferiore a quella degli altri principali paesi, è aumentata di quasi il 20 per cento dal 2015, riflettendo la forte crescita della componente privata.

I miglioramenti sul fronte dell'innovazione sono anche frutto delle misure che hanno interessato l'intera catena produttiva dal 2012. Particolare rilevanza hanno rivestito il sostegno alle start-up innovative, il credito d'imposta per la ricerca e lo sviluppo, l'iper ammortamento degli investimenti in nuove tecnologie, l'introduzione di una tassazione favorevole per i redditi derivanti dall'utilizzo di brevetti e di altre innovazioni. Gli incentivi fiscali volti a rendere più conveniente il ricorso al capitale di rischio hanno contribuito al rafforzamento patrimoniale delle imprese, accrescendone sia la capacità di assorbire perdite sia quella di finanziare i progetti innovativi e l'espansione dell'attività.

Le imprese italiane continuano però a essere penalizzate dai tempi lunghi dei procedimenti amministrativi e dei processi civili. L'attività produttiva risente anche delle distorsioni della concorrenza causate dalla diffusione di evasione fiscale, corruzione e criminalità organizzata. Questi fenomeni si alimentano a vicenda e, insieme con l'inadeguatezza dei processi di pianificazione, selezione e realizzazione delle opere, contribuiscono a spiegare le carenze nella dotazione di infrastrutture che limitano le potenzialità di crescita dell'economia.

La bassa produttività e l'insufficiente capacità di innovare riflettono anche il ritardo in termini di conoscenza e di competenze degli studenti e degli adulti italiani nel confronto internazionale, concorrendo allo stesso tempo a determinarlo. È un altro circolo vizioso che contribuisce a mantenere i tassi di occupazione e di partecipazione su livelli inferiori a quelli prevalenti negli altri paesi europei. La questione della qualità del capitale umano assume particolare rilevanza nella prospettiva di una crescente diffusione delle nuove tecnologie e della conseguente minore domanda di

lavoro per attività standardizzate e ripetitive. Senza adeguati investimenti in formazione, pubblici e privati, gli effetti negativi sull'occupazione saranno forti, le disuguaglianze di reddito si accentueranno. Per contrastare questi rischi bisogna intervenire con decisione: comprendere tutti l'importanza di una formazione che abbracci, oltre agli anni dell'istruzione, l'intera vita lavorativa costituisce una sfida cruciale per il nostro paese.

Il mercato del lavoro è stato oggetto di profonde innovazioni. Le riforme hanno avuto nel complesso effetti positivi sull'andamento dell'occupazione. È aumentata la propensione delle imprese ad assumere lavoratori a tempo indeterminato. Resta però elevata la disoccupazione, in particolare nel Mezzogiorno e tra i giovani. I nuovi ammortizzatori sociali hanno accresciuto la copertura per i disoccupati senza generare eccessivi disincentivi alla ricerca di lavoro. Stentano invece a emergere gli effetti del nuovo regime di politiche attive; la quota di persone che beneficiano del sussidio di disoccupazione senza cercare attivamente un lavoro non è scesa.

La lunga crisi ha accentuato il disagio sociale. Secondo i dati dell'Istat negli ultimi dieci anni la quota delle famiglie che vivono in condizioni di povertà assoluta è quasi raddoppiata, giungendo a sfiorare il 7 per cento. È più alta nel Mezzogiorno e, soprattutto, tra le famiglie in cui sono presenti stranieri; è peggiorata la posizione dei giovani rispetto a quella degli anziani.

Le risorse rese disponibili con l'avvio del reddito di inclusione, uno strumento di reddito minimo, consentono di coprire circa il 40 per cento delle famiglie in povertà assoluta. Nel procedere a un suo rafforzamento, o all'adozione di altri provvedimenti, oltre a evitare di scoraggiare la ricerca di un lavoro regolare, bisognerà prestare attenzione alle conseguenze sui conti pubblici.

La divaricazione territoriale della nostra economia riassume e mette in risalto tutte le fragilità strutturali finora elencate: nella capacità di crescita economica, nella produttività delle imprese, nella disponibilità di lavoro, nella qualità dei servizi pubblici. È un problema antico; dopo i progressi registrati negli anni Sessanta, il divario è tornato ad allargarsi; si è ampliato ancora nel corso della doppia recessione. Rispetto al 2007, il PIL è più basso di quasi dieci punti percentuali nel Mezzogiorno, contro circa quattro nel Centro Nord. Il differenziale tra i tassi di occupazione delle due aree, rispettivamente pari a 44 e 65,5 per cento, è aumentato di quasi tre punti percentuali, riflettendo il calo registrato nel Mezzogiorno. Con la ripresa dell'economia l'azione pubblica può più facilmente rimuovere i vincoli che frenano l'attività d'impresa e favorire il recupero dei ritardi in parti via via crescenti del territorio nazionale.

## *La finanza pubblica*

L'intervento pubblico si svolge su due piani tra loro complementari. Il primo riguarda gli aspetti normativi e regolamentari, l'organizzazione e la gestione delle amministrazioni; il secondo, il reperimento e l'utilizzo delle risorse destinate alle infrastrutture, ai servizi pubblici e alle misure di natura redistributiva. Affinché possa contribuire efficacemente allo sviluppo del Paese e non finisca col metterne a repentaglio la stabilità finanziaria, tale intervento deve essere svolto nella piena consapevolezza dei vincoli di bilancio.

Alla fine dello scorso anno il debito pubblico italiano era pari a quasi il 132 per cento del PIL. È un valore molto elevato rispetto al passato; supera di oltre 50 punti percentuali quello medio del resto dell'area dell'euro; costituisce un elemento di freno e la principale fonte di vulnerabilità per l'economia. Scoraggia gli investimenti aumentandone i costi di finanziamento e alimentando l'incertezza; accresce il ricorso a forme di tassazione distorsiva, con effetti negativi sulla capacità di generare reddito, risparmiare e investire; comprime i margini disponibili per politiche sociali e di stabilizzazione macroeconomica. Espone a crisi di fiducia, particolarmente pericolose quando, oltre a coprire il fabbisogno dell'anno, si devono rifinanziare ingenti importi di titoli in scadenza: in Italia si tratta complessivamente di circa 400 miliardi all'anno.

La dinamica del rapporto tra debito e prodotto dipende essenzialmente dal saldo di bilancio primario – ossia la differenza tra entrate e spese pubbliche al netto di quelle per interessi – e dal divario tra l'onere medio del debito e il tasso di crescita nominale dell'economia. Queste variabili si influenzano reciprocamente; in particolare, un peggioramento del saldo primario, anche solo atteso, può generare timori sulla solidità dei conti pubblici e innalzare i costi di finanziamento per lo Stato (fig. 6).

Dopo essersi ampliato marcatamente durante la crisi dei debiti sovrani, il differenziale tra onere medio e tasso di crescita è sceso intorno all'uno per cento. Può diminuire ulteriormente nei prossimi anni grazie a una congiuntura ancora positiva. Se le tensioni degli ultimi giorni si riassorbiranno, anche il costo del debito si ridurrà, seppur leggermente, con il venire a scadenza di titoli collocati in passato a tassi più elevati di quelli di nuova emissione. Questo risultato sarebbe conseguito anche in presenza di una graduale normalizzazione della politica monetaria. A questo fine la condizione essenziale è conservare la credibilità del processo di consolidamento dei conti pubblici.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL potrebbe tornare sotto il 100 per cento nel giro di dieci anni se venisse gradualmente conseguito un avanzo primario tra il 3 e il 4 per cento del prodotto, più elevato di circa due punti percentuali rispetto al livello attuale e coerente con il sostanziale pareggio

di bilancio al netto degli effetti del ciclo (fig. 7). La discesa potrebbe essere più rapida se il miglioramento dell'avanzo primario e il consolidamento e la prosecuzione delle riforme strutturali sostenessero la crescita e abbattessero il premio per il rischio che grava sui rendimenti dei titoli pubblici italiani.

Ridurre l'incidenza del debito è un obiettivo irrinunciabile. In una fase espansiva e con una politica monetaria ancora molto accomodante, non è utile aumentare il disavanzo. A fronte di un temporaneo impatto positivo sulla domanda, reso peraltro incerto dal possibile materializzarsi di tensioni finanziarie, si avrebbero ripercussioni negative persistenti sul debito e sulla spesa per interessi. Gli effetti moderatamente restrittivi dell'aumento dell'avanzo primario possono essere compensati da una riforma fiscale indirizzata a rendere il prelievo meno distortivo e da una ricomposizione della spesa pubblica volta a stimolare la capacità produttiva.

Il calo della spesa per investimenti pubblici dura quasi ininterrottamente dal 2010. Vi hanno influito, oltre alla limitata disponibilità di risorse finanziarie, anche le inefficienze e la lentezza del processo di selezione e realizzazione delle opere. Più recentemente gli investimenti possono aver risentito di difficoltà di adattamento al nuovo codice dei contratti pubblici; l'importo complessivo dei bandi per opere pubbliche è tuttavia tornato a crescere lo scorso anno. Ma occorre ancora lavorare sui tempi e sulla complessità delle procedure.

Nel lungo periodo il contenimento del disavanzo e del debito poggia in larga misura sulla capacità della finanza pubblica di fare fronte all'aumento della spesa sociale determinato dall'invecchiamento della popolazione, in particolare nella previdenza e nella sanità. Le riforme introdotte in passato rendono gestibile la dinamica della spesa pensionistica; hanno risposto alla necessità di tenere conto dell'allungamento della vita media nel definire il rapporto tra i contributi versati e l'entità e la durata della pensione; hanno posto l'Italia in una posizione favorevole nel confronto internazionale.

Sarebbe rischioso fare passi indietro. Interventi mirati, volti a ridurre specifiche rigidità, sono possibili, alcuni sono già stati effettuati in passato, ma vanno sempre adeguatamente compensati in modo da assicurare l'equilibrio attuariale del sistema pensionistico. Nel modificare le regole di fondo che determinano le tendenze di lungo periodo della spesa pubblica va esercitata estrema prudenza. Gli indicatori di sostenibilità calcolati in sede europea sono recentemente peggiorati per l'Italia a causa della riduzione della crescita potenziale del prodotto prevista per i prossimi decenni, a sua volta dovuta anche al calo della popolazione attiva connesso con il ridimensionamento dei flussi migratori attesi.

## *Il settore finanziario*

L'industria finanziaria internazionale è interessata da un vasto processo di trasformazione. Dalla fine dello scorso decennio il ruolo delle banche nel finanziamento dell'economia si è progressivamente ridotto. È aumentato il peso del mercato dei capitali e di operatori non bancari che svolgono alcune funzioni tipiche della tradizionale intermediazione creditizia. La consistenza delle obbligazioni collocate sui mercati internazionali dai gruppi non finanziari è più che raddoppiata negli ultimi dieci anni, raggiungendo nel 2017 i 6.500 miliardi di dollari. Alla fine del 2016 le attività degli intermediari non bancari erano pari a 160.000 miliardi di dollari, quasi la metà di quelle detenute dal complesso degli intermediari finanziari.

Il rapido sviluppo della tecnologia sta aprendo i mercati del credito e dell'intermediazione alla concorrenza di nuovi operatori, sia nelle economie avanzate sia nei paesi emergenti. Già oggi numerose imprese "fintech" offrono servizi innovativi e a basso costo nel comparto dei pagamenti elettronici, nella gestione del risparmio e nell'intermediazione mobiliare. Le maggiori imprese tecnologiche internazionali stanno inoltre facendo ingresso nel mondo del credito e della finanza.

L'esperienza mostra che un settore finanziario diversificato, caratterizzato dalla presenza di molteplici canali di finanziamento e di operatori di diversa natura, può favorire gli investimenti e la crescita, può aumentare la resistenza dell'economia a eventi avversi. Negli Stati Uniti le imprese hanno reagito alle restrizioni del credito bancario causate dalla crisi finanziaria sostituendolo con emissioni obbligazionarie; severità e durata della recessione ne sono risultate attenuate.

Ma lo sviluppo dell'intermediazione non bancaria, se non adeguatamente controllato, può anche costituire una fonte di rischio. Le strategie dei gestori di fondi di grandi dimensioni possono avere impatti rilevanti sui prezzi e sulla liquidità degli strumenti oggetto di investimento. La diffusione di transazioni automatizzate ad alta frequenza può dare luogo ad aumenti repentini della volatilità dei corsi dei titoli, soprattutto qualora diversi intermediari reagiscano in maniera simile ai movimenti di mercato. Anche le interconnessioni indirette tra le banche e gli altri intermediari costituiscono potenziali fattori di rischio. Analisi per la definizione di interventi regolamentari sull'intermediazione non bancaria sono in corso presso il Financial Stability Board con l'obiettivo di limitare i rischi associati alle opportunità offerte dal nuovo assetto dell'industria finanziaria.

Le nuove tecnologie accrescono la produttività e ampliano le possibilità di scelta degli utenti, ma è necessario porre la dovuta attenzione alle possibili conseguenze negative. In un sistema ormai immerso nella tecnologia digitale

i danni causati dagli attacchi informatici possono trascendere la dimensione individuale e assumere rilevanza sistemica. Le banche centrali, gli organi di supervisione sono impegnati, a fianco delle altre autorità e degli intermediari, nello sforzo di mantenere la sicurezza informatica del settore finanziario. Anche una diffusione non controllata di “cripto-attività” di natura digitale può comportare rischi per la protezione del consumatore e favorire attività illecite; in prospettiva, può costituire una minaccia per la stabilità finanziaria.

Anche in Italia il mercato finanziario è in evoluzione. Alla vigilia della crisi le imprese italiane si caratterizzavano per un alto livello del debito in rapporto al capitale e per un ricorso molto contenuto all’emissione di obbligazioni. Sono fattori che hanno contribuito a rendere più lunghe e profonde le fasi recessive. Oggi la leva finanziaria delle imprese (misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto) è di dieci punti inferiore al picco del 50 per cento registrato nel 2011. Il calo dipende sia dall’uscita dal mercato di imprese con livelli di indebitamento elevati sia dall’afflusso di nuove risorse patrimoniali, anche per effetto di incentivi fiscali. Il divario rispetto alla media dell’area dell’euro si è notevolmente ridotto.

Delle oltre 250 società non finanziarie oggi presenti in borsa, circa 80 sono state quotate tra il 2013 e il 2017. In diversi casi l’utilizzo di società veicolo specializzate per raccogliere i capitali necessari ad acquisire imprese non quotate ha consentito alle aziende, anche di piccola e media dimensione, di accedere al mercato azionario in tempi più rapidi rispetto alle tradizionali operazioni di offerta pubblica iniziale. La capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie resta tuttavia ampiamente inferiore a quella delle altre principali economie: in Italia essa è pari a circa il 25 per cento del PIL, in Germania a poco più del 60, in Francia e nel Regno Unito supera il 70, negli Stati Uniti il 125 per cento. Nel nostro paese è limitata anche la quota di capitale di rischio fornita da intermediari specializzati nel *private equity*.

L’aumento del grado di patrimonializzazione delle imprese si accompagna a una ricomposizione dell’indebitamento. Tra il 2013 e il 2017 le emissioni lorde di obbligazioni sono salite, in media d’anno, a 35 miliardi, da 25 nel quinquennio precedente. L’introduzione di incentivi fiscali ha favorito l’emissione di titoli – minibond – da parte di circa 150 imprese che in passato non avevano fatto ricorso a collocamenti obbligazionari. Nel complesso la quota delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari è salita negli ultimi dieci anni dal 6 al 13 per cento, un valore leggermente più elevato di quello osservato in Germania, ma inferiore di circa 9 punti rispetto a quelli di Francia e Regno Unito e di oltre 25 a quello degli Stati Uniti.

Un più ampio accesso alla finanza di mercato è possibile soprattutto per le imprese più grandi. Per le piccole e medie lo sviluppo dei piani individuali di risparmio, introdotti alla fine del 2016 con l’obiettivo di

favorire attraverso agevolazioni fiscali l'investimento in strumenti emessi da aziende italiane, può fornire un contributo non trascurabile. Per le imprese di più piccola dimensione il credito bancario è tuttavia destinato a rimanere il canale principale di finanziamento. Dato anche l'inasprimento delle misure prudenziali sui prestiti deteriorati, le loro esigenze finanziarie vanno sostenute dalle banche con procedure di valutazione del merito di credito fondate su criteri rigorosi e sfruttando le potenzialità offerte dalle nuove tecnologie. Per rendere più agevole l'accesso al credito delle piccole e medie aziende bisognerà continuare a favorirne il rafforzamento patrimoniale.

### *Le banche*

Le banche sono dotate di un grande patrimonio informativo sulle imprese; possono utilizzarlo per innalzare barriere alla concorrenza di altri operatori, in una sterile difesa delle proprie posizioni, o valorizzarlo, invece, con lungimiranza per offrire nuovi servizi, volti anche a favorire il ricorso diretto al mercato da parte delle aziende. Ma occorre che esse adottino strategie incisive per affrontare le sfide poste dallo sviluppo della tecnologia, dalle pressioni concorrenziali, dai nuovi approcci alla regolamentazione e alla supervisione bancaria. Oltre a contenere le spese amministrative e il costo del personale, vanno diversificate le fonti di reddito. È una strada che si sta già percorrendo, lungo la quale si deve proseguire senza esitazioni.

Il completamento delle riforme di Basilea 3 migliora la qualità delle regole evitando che alcune banche usino i propri modelli interni per ridurre eccessivamente i requisiti di capitale, soprattutto sull'attività di negoziazione. Nelle nuove regole è compreso un alleggerimento dei requisiti relativi alle operazioni di credito con le piccole e medie imprese, che si aggiunge a quanto già previsto nella normativa europea.

Tra le sfide vi sono anche quelle della correttezza sostanziale dei comportamenti nei confronti della clientela e del rispetto della legalità. In più casi un'insufficiente attenzione ai profili di trasparenza e una difformità tra i prodotti collocati e le esigenze finanziarie dei sottoscrittori, gravi di per sé, hanno amplificato gli effetti delle crisi. Preservare la fiducia dei clienti è un dovere degli intermediari; è anche uno strumento per accrescere la capacità competitiva; è essenziale per la sostenibilità delle strategie delle banche nel nuovo contesto operativo e di mercato. Il sistema ha mostrato un impegno crescente nell'azione di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo; occorre proseguire in questa direzione per fronteggiare efficacemente i rischi posti dalla continua evoluzione della criminalità finanziaria, che si avvale anche delle nuove tecnologie.

Nel 2017 le banche italiane hanno rafforzato il patrimonio. L'aumento del capitale di rischio è stato pari a 23 miliardi, di cui 4 forniti dallo Stato per la ricapitalizzazione della Banca Monte dei Paschi di Siena; il coefficiente di solvibilità (CET1 ratio) è cresciuto in media di oltre due punti percentuali, al 13,8 per cento; era pari al 7,1 dieci anni fa. Per i gruppi significativi la distanza dalla media dell'area dell'euro è diminuita di due punti percentuali, a 1,3 punti.

Negli ultimi anni si sono ridotti sia l'esposizione delle banche nei confronti del settore pubblico sia l'ammontare dei crediti deteriorati. La prima è scesa di oltre un quarto, a circa 300 miliardi, rispetto al picco di inizio 2015. Il secondo ha registrato un calo di quasi un terzo al netto delle rettifiche di valore, a 135 miliardi, rispetto alla fine del 2015. Il tasso di copertura – ovvero il rapporto tra la consistenza delle rettifiche di valore e l'ammontare lordo dei prestiti deteriorati – ha raggiunto il 53 per cento, un livello sensibilmente superiore a quello medio delle principali banche europee.

Secondo i dati pubblicati dalla BCE, alla fine del 2017 l'incidenza dei crediti deteriorati delle banche significative italiane sul totale dei prestiti – incluse le esposizioni interbancarie e verso banche centrali – era pari all'11,1 per cento in termini lordi, a fronte di una media del 4,1 per gli altri gruppi significativi dell'area dell'euro; al netto delle rettifiche di valore le incidenze erano pari, rispettivamente, al 5,9 e al 2,4 per cento. Il divario, sebbene ancora consistente, si è ridotto nettamente nell'ultimo biennio.

Il calo della consistenza dei crediti deteriorati ha riflesso il forte aumento delle cessioni sul mercato secondario, agevolato dal favorevole contesto economico (35 miliardi nel 2017, a fronte di una media annua di 5 nel precedente quadriennio). Le vendite previste per quest'anno raggiungerebbero 65 miliardi per l'intero sistema bancario. Secondo i piani presentati lo scorso marzo al Meccanismo di vigilanza unico, entro il 2020 i crediti deteriorati dei gruppi significativi italiani arriverebbero quasi a dimezzarsi rispetto al livello di fine 2017; l'incidenza sul totale dei prestiti, al netto delle rettifiche di valore, scenderebbe intorno al 4 per cento per i gruppi significativi; si stima che calerebbe al 5 per cento per l'intero sistema (fig. 8). Abbiamo sottolineato più volte i rischi dell'imposizione di tempi troppo compressi per la riduzione dei prestiti deteriorati, soprattutto nei paesi come il nostro dove le procedure di recupero sono più lente e la platea dei compratori è stata a lungo limitata. Ma la riduzione dei crediti deteriorati deve proseguire con decisione, traendo beneficio dal progressivo sviluppo del mercato secondario, anche grazie ai primi frutti della riforma delle procedure esecutive immobiliari.

Una piccola parte delle cessioni realizzate lo scorso anno ha riguardato inadempienze probabili, ossia esposizioni per cui vi è la possibilità che il



debitore torni a onorare i propri impegni; ulteriori vendite sono programmate dai gruppi significativi. La dismissione di questo tipo di esposizioni beneficerebbe dell'intervento – in Italia ancora contenuto – di operatori specializzati in ristrutturazioni aziendali (i cosiddetti fondi di *turn-around*), in grado di offrire alle imprese sia nuovi finanziamenti sia le risorse manageriali necessarie per il rilancio dell'attività.

Lo scorso gennaio abbiamo emanato linee guida in materia di gestione di crediti deteriorati rivolte alle banche di minori dimensioni sulle quali vigiliamo direttamente; esse replicano, applicando principi di proporzionalità, la sostanza delle indicazioni rivolte alle banche significative dal Meccanismo di vigilanza unico. Entro l'autunno anche le banche minori dovranno varare piani ambiziosi ma sostenibili per diminuire significativamente l'ammontare di tali esposizioni.

La redditività delle banche italiane è migliorata nel 2017; al netto delle componenti straordinarie il rendimento del capitale ha di poco superato il 4 per cento a fronte di un risultato negativo nel 2016 (-5,7 per cento). La tendenza è proseguita nel primo trimestre di quest'anno per i maggiori gruppi, che hanno registrato risultati reddituali nel complesso soddisfacenti grazie all'incremento delle commissioni e al contenimento dei costi.

Diversi intermediari, tuttavia, hanno ancora una redditività insufficiente. La capacità di generare profitti delle banche di minori dimensioni risente della difficoltà di ampliare i ricavi e della più bassa efficienza operativa. Pesano inoltre perdite su crediti ancora elevate: per le banche diverse da quelle di credito cooperativo (BCC) lo scorso anno il costo del rischio, misurato dal rapporto tra il flusso di rettifiche e la consistenza media dei prestiti, è stato di quasi 190 punti base, contro i circa 100 delle banche maggiori. Per un quarto di questi intermediari minori il tasso di rendimento del capitale proprio è stato negativo.

Al recupero di redditività possono contribuire l'esternalizzazione di alcune funzioni, consorzi per la condivisione di processi produttivi e per l'acquisto di beni e servizi, accordi per la commercializzazione di prodotti finanziari e assicurativi, operazioni di concentrazione. Le piccole banche popolari potrebbero beneficiare, come in altri paesi, della realizzazione di un meccanismo di "protezione istituzionale", basato su accordi di sostegno reciproco in caso di difficoltà, con vantaggi nel calcolo dei requisiti patrimoniali; sarebbe un passo verso forme più strette di integrazione.

Per un settore quale quello del credito cooperativo procedere con operazioni di aggregazione è una necessità urgente. Nell'ultimo decennio la patrimonializzazione delle BCC ha risentito del basso flusso di autofinanziamento e dei vincoli normativi al ricorso al mercato dei capitali.

Il coefficiente di solvibilità è cresciuto di soli due punti percentuali, mentre per il totale del sistema bancario l'aumento è stato di circa sette punti. Ne è derivato altresì un limite alla capacità di far fronte al peggioramento della qualità dei prestiti: oggi le BCC registrano un'incidenza delle esposizioni deteriorate più elevata e un tasso di copertura più basso rispetto alla media di sistema.

La riforma in corso di attuazione consentirà alle BCC di continuare a sostenere con efficacia le economie locali anche nel nuovo contesto regolamentare, mantenendo allo stesso tempo lo spirito mutualistico che le contraddistingue. I sistemi di garanzia solidale previsti dai contratti di coesione e il ricorso alle risorse patrimoniali che, grazie alla riforma, le nuove capogruppo potranno raccogliere sul mercato permetteranno di risolvere nel modo più efficace eventuali situazioni di difficoltà. In assenza dei gruppi, infatti, la legge richiederebbe di gestire le crisi di singole BCC con soluzioni di tipo liquidatorio. Il miglioramento dell'efficienza e la rimozione degli ostacoli al reperimento di capitale di rischio sul mercato consentiranno ai gruppi in via di costituzione di far fronte alle sfide poste dal nuovo contesto.

Per le banche italiane le misure volte alla riduzione delle esposizioni deteriorate, al recupero della redditività e, più in generale, al rafforzamento dei bilanci sono particolarmente importanti alla luce della trasformazione del settore finanziario sulla quale mi sono soffermato in precedenza. Sono anche necessarie per adattarsi ai numerosi interventi regolamentari e di vigilanza varati e in corso di definizione. Il pieno adeguamento ai requisiti sulle passività in grado di assorbire le perdite in caso di crisi, l'entrata a regime dei nuovi principi contabili, la revisione dei modelli interni utilizzati per determinare le esigenze patrimoniali nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico sono alcuni esempi importanti.

\* \* \*

Quando guardiamo al futuro del mondo scorgiamo sempre rischi e opportunità. Non si può prevedere con sicurezza se saranno i primi o le seconde a prevalere. Possiamo costruire scenari ipotizzando particolari tendenze e determinate azioni politiche, tenendo conto del gioco del caso.

Sono chiari i rischi posti dal cambiamento tecnologico, dalle tendenze demografiche e migratorie, dalle potenziali guerre commerciali. Opportunità derivano anche in larga misura dalla tecnologia e dal suo stimolare e combinarsi con lo spirito imprenditoriale; per coglierle servono politiche pubbliche appropriate, che sappiano anche proteggere dai rischi.

In questo quadro l'Italia ha le sue carte da giocare. Veniamo da un quarto di secolo di arretramento economico rispetto agli altri paesi avanzati, culminato in una doppia recessione che ha fatto danni paragonabili a quelli di una guerra. Ma ne stiamo laboriosamente venendo fuori. Stiamo riuscendo a scalfire quel blocco strutturale che impedisce al dinamismo delle imprese di esprimersi e diffondersi.

I primi risultati dello sforzo collettivo compiuto sono oggi visibili. La struttura produttiva sta lentamente cambiando, l'occupazione è in crescita, gli investimenti sono tornati ad aumentare, segnalando una maggiore fiducia nel futuro. I conti con l'estero vanno bene e sono drasticamente calate le nostre passività nette. Le banche stanno superando le gravi difficoltà originate dall'economia reale.

Una finanza pubblica più equilibrata ha consentito di indirizzare risorse a sostegno dell'economia, nei limiti ancora imposti dalla necessità di tenere sotto controllo il debito, da noi particolarmente elevato. L'orientamento eccezionalmente espansivo della politica monetaria, tesa a garantire la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, sostiene gli sforzi del settore privato e di quello pubblico.

Le scelte di finanza pubblica riguardano le imposte necessarie a finanziare la spesa e le modalità seguite nel rivolgere le risorse disponibili alla crescita e alla tutela dei deboli. La crisi grave che ci ha colpito ha accentuato, da un lato, il peso dell'imposizione fiscale e, dall'altro, i timori di chi ha un lavoro e le ansie di chi lo cerca.

L'obiettivo finale della politica economica non può che essere quello di accrescere il reddito e il benessere di tutti: un'economia che s'impoverisce è più diseguale e infelice. Per conseguirlo va innalzato il potenziale di crescita, quindi la produttività del sistema. Se il settore pubblico si limitasse a fare nuovi debiti senza operare per orientare in favore dello sviluppo la composizione del suo bilancio e le norme e i modi di funzionamento dell'economia le conseguenze sarebbero gravi.

Ma va ancora sottolineato che per ridurre il debito non vi sono scorciatoie. Gran parte del risparmio finanziario accumulato dagli italiani trova corrispondenza, diretta o indiretta, nei 2.300 miliardi del nostro debito pubblico. Se venisse messo a repentaglio il valore della loro ricchezza reagirebbero fuggendo, cercando altrove riparo. E gli investitori stranieri sarebbero più rapidi. La crisi finanziaria che ne conseguirebbe farebbe fare al nostro paese molti passi indietro. Macchierebbe in modo indelebile la reputazione dell'Italia nel mondo.

Non sono le regole europee il nostro vincolo, è la logica economica. A essa è strettamente connesso l'obbligo, che tutti abbiamo, di non compromettere

il futuro delle prossime generazioni: accrescere il debito vuol dire accollare loro quello che oggi non si vuole pagare.

Ridurre l'incidenza del debito pubblico e, contemporaneamente, sospingere l'attività economica è difficile ma non impossibile. Il momento non è sfavorevole: è contenuta la distanza che ci separa dall'equilibrio di bilancio, che consentirebbe di innescare un circolo virtuoso tra minore costo del debito e crescita; è in miglioramento la competitività; le condizioni finanziarie in Europa sono distese. Si possono gradualmente orientare le risorse verso gli usi più produttivi, aumentando gli investimenti pubblici e operando per la realizzazione di infrastrutture adeguate. I mezzi necessari vanno trovati con equilibrio e pazienza, tagliando le spese inutili e riconsiderando, semplificandola, la struttura complessiva dell'imposizione, senza pregiudizi nei confronti dell'aumento delle imposte meno distorsive.

È uno sforzo da compiere in un contesto globale. Vi sono fenomeni da governare che hanno necessariamente una scala internazionale: l'integrazione economica, il progresso tecnologico, l'immigrazione, la finanza sono questioni che non possono essere gestite nei ristretti confini nazionali. Non ci può essere sviluppo nell'isolamento.

Il destino dell'Italia è quello dell'Europa. Siamo parte di una grande area economica profondamente integrata, il cui sviluppo determina il nostro e allo stesso tempo ne dipende. È importante che la voce dell'Italia sia autorevole nei contesti dove si deciderà il futuro dell'Unione europea. Tutti i paesi che ne fanno parte devono contribuire al suo progresso. Nei prossimi mesi saranno affrontate questioni di grande rilievo: la governance dell'Unione, il suo bilancio pluriennale, la revisione della regolamentazione finanziaria.

L'Europa ha bisogno di rivedere gli strumenti esistenti e di crearne di nuovi, comuni, per affrontare gli shock economici e finanziari, in un contesto in cui quelli nazionali sono deboli o indisponibili. Dopo le riforme degli scorsi anni, ulteriori progressi sembrano al momento bloccati dalla preoccupazione per le vulnerabilità finanziarie, pubbliche e private, accumulate durante la crisi e dalla sfiducia reciproca. È una situazione difficile che possiamo superare ponendo le condizioni per compiere in futuro quei passi che oggi possono apparire impossibili. Si ricorda spesso che l'Unione europea e l'area dell'euro non hanno un governo comune. Ma proprio questo grande obiettivo ha animato la storia dell'Europa moderna. La sua lontananza non deve fiaccare la volontà di partecipare con vigore, e da protagonisti, al dialogo e agli approfondimenti dai quali dipende nei prossimi anni la prosperità dei cittadini europei.

È a tutti evidente la delicatezza e la straordinarietà del momento che stiamo vivendo. Se è auspicabile che siano definiti con chiarezza e

lungimiranza gli obiettivi e i progetti delle diverse forze politiche, non sarebbe saggio ignorare le compatibilità finanziarie. E non per rigidità a livello europeo o minacce speculative, ma perché le nostre azioni, i nostri programmi forniscono i segnali che orientano l’allocazione delle risorse a livello nazionale e globale.

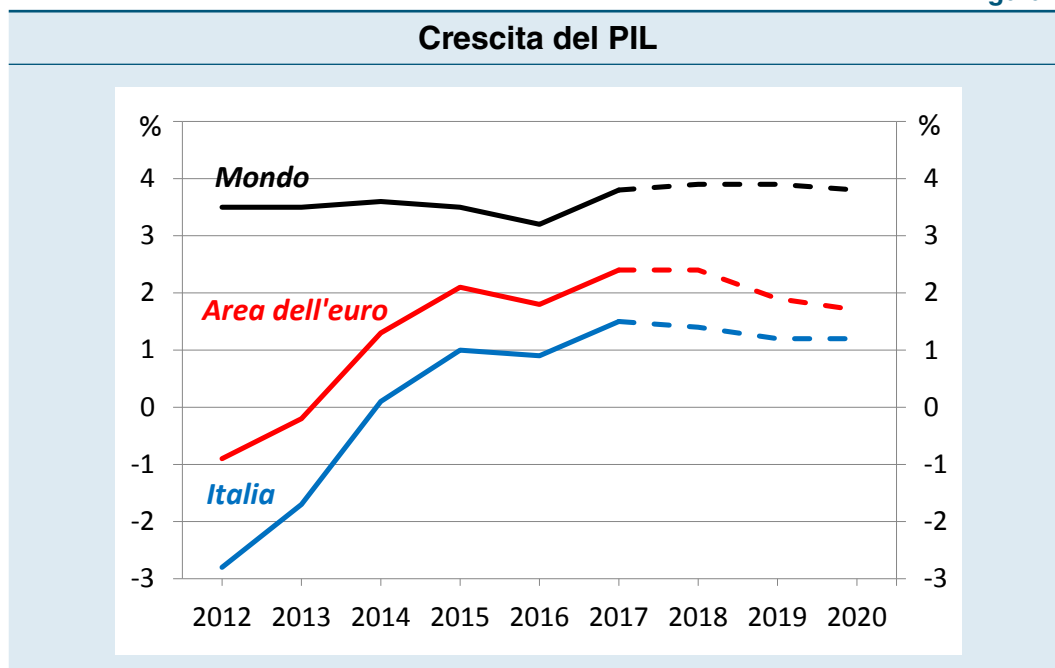
Le norme entro cui operiamo possono essere discusse, criticate. Vanno migliorate. Ma non possiamo prescindere dai vincoli costituzionali: la tutela del risparmio, l’equilibrio dei conti, il rispetto dei Trattati. Soprattutto, bisogna avere sempre presente il rischio gravissimo di disperdere in poco tempo e con poche mosse il bene insostituibile della fiducia: la fiducia nella forza del nostro paese che, al di là di meschine e squilibrate valutazioni, è grande, sul piano economico e su quello civile; la fiducia nella solidità del nostro risparmio, fondata sulla capacità di superare gli squilibri finanziari, economici e sociali; la fiducia nel nostro futuro, da non disperdere in azioni che non incidono sul potenziale di crescita dell’economia, ma rischiano di ridurlo.

Perseverando tutti nello sforzo indispensabile di ammodernamento, potremo contribuire all’affermazione dei valori fondamentali del progetto europeo, tornare a uno sviluppo sostenuto, garantire il benessere e la pace delle generazioni future. Mai come oggi sono attuali le parole degli illustri Governatori che mi hanno preceduto: “Sta in noi”.

**FIGURE**

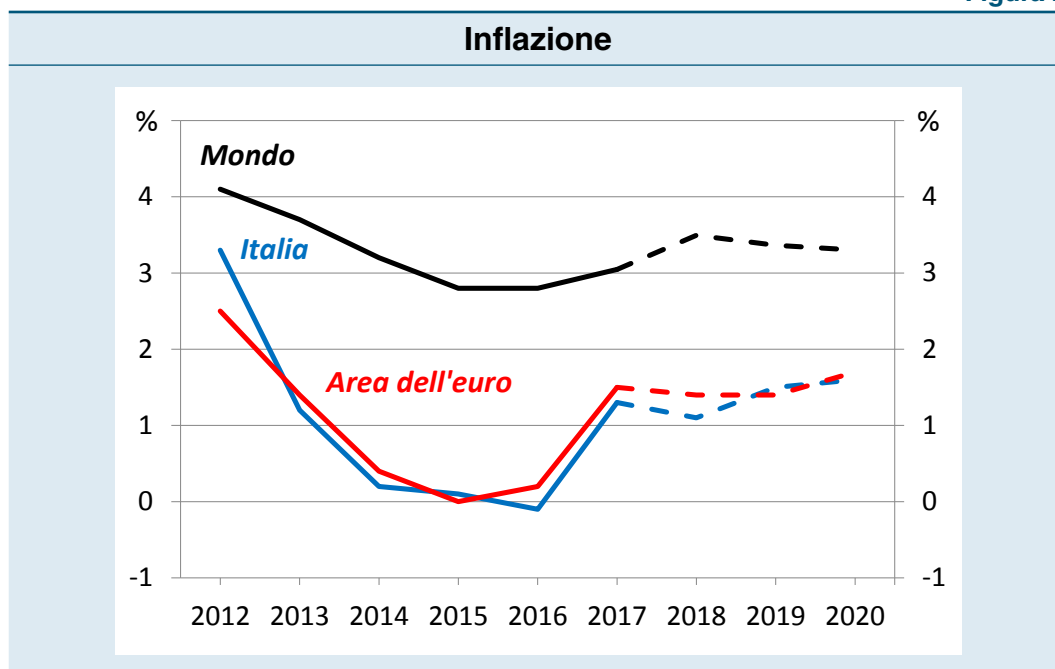


Figura 1



Fonte: Istat, Eurostat e FMI; previsioni: Banca d'Italia, BCE e FMI.

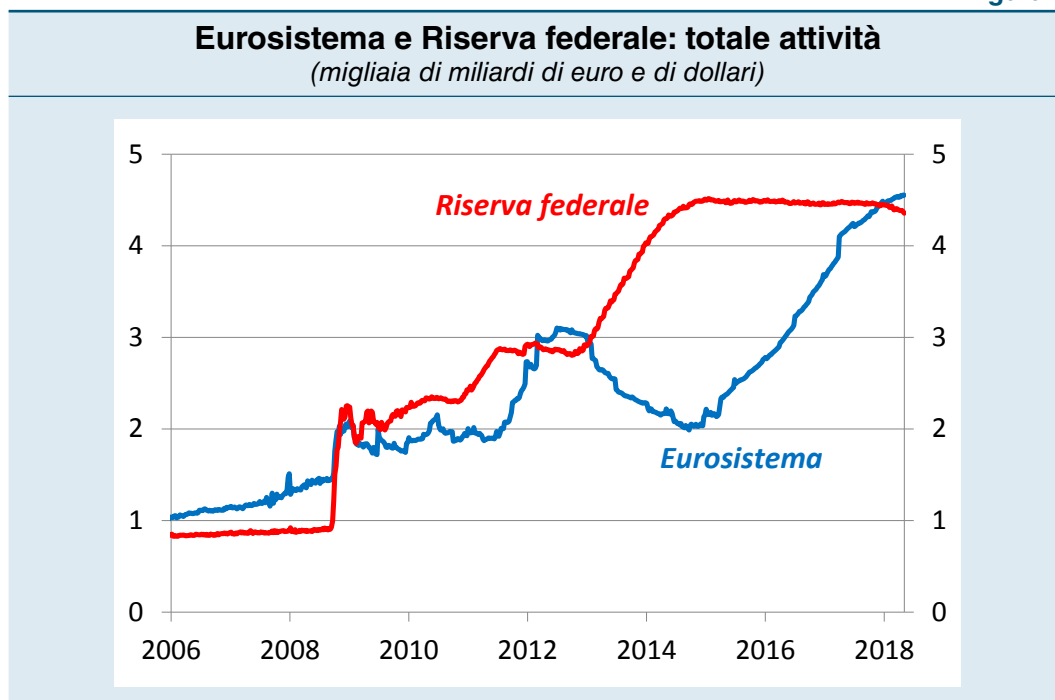
Figura 2



Fonte: Eurostat e FMI; previsioni: Banca d'Italia, BCE e FMI.

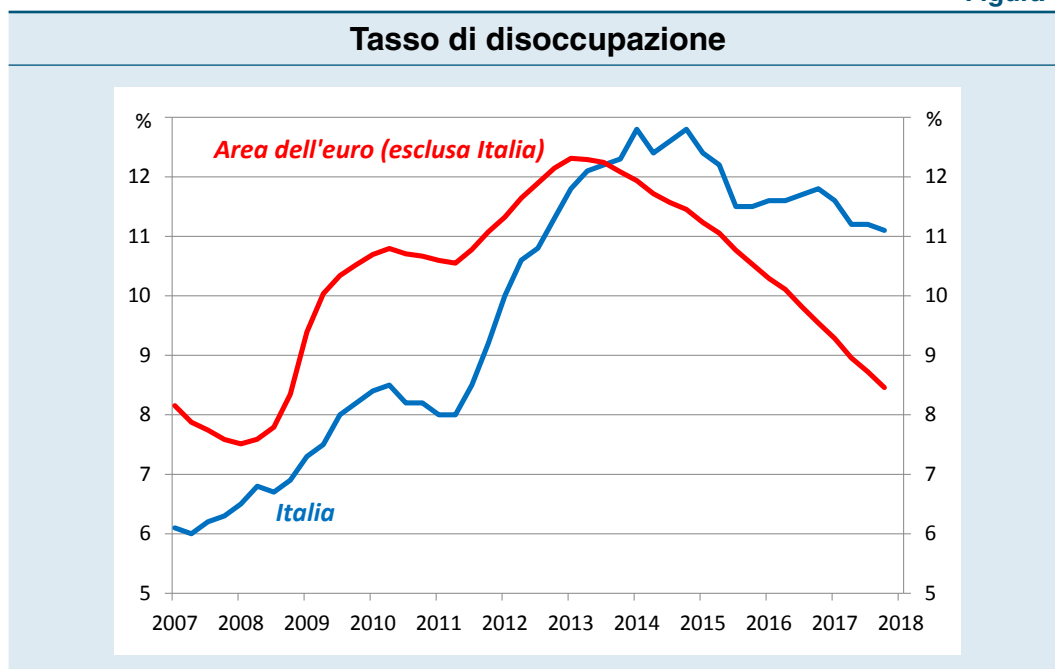


Figura 3



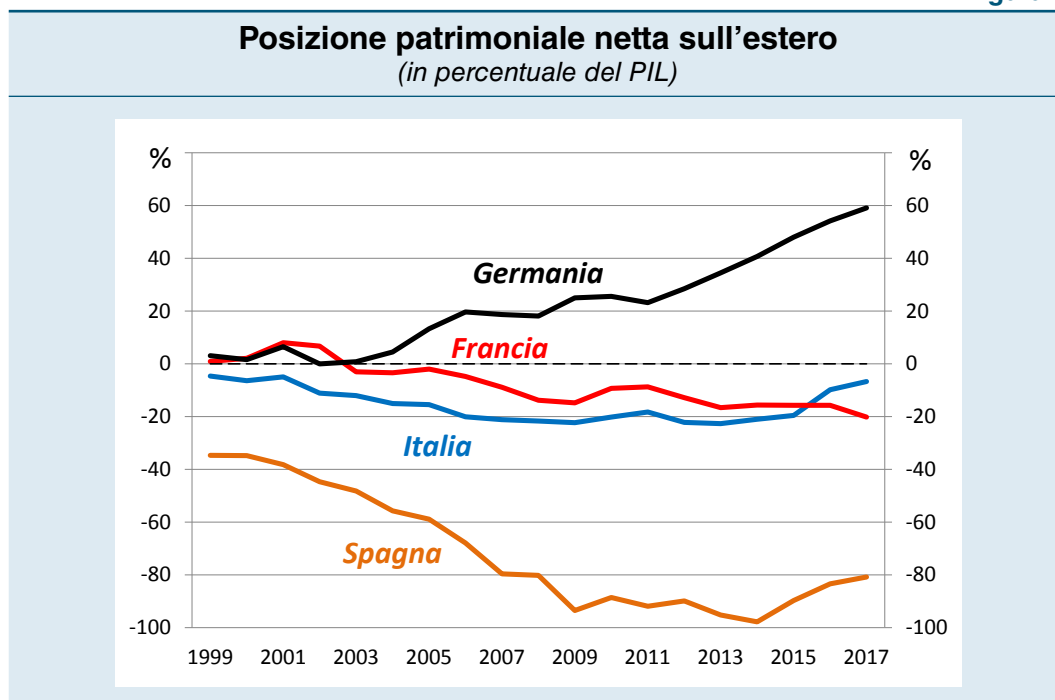
Fonte: BCE e Riserva federale degli Stati Uniti.

Figura 4



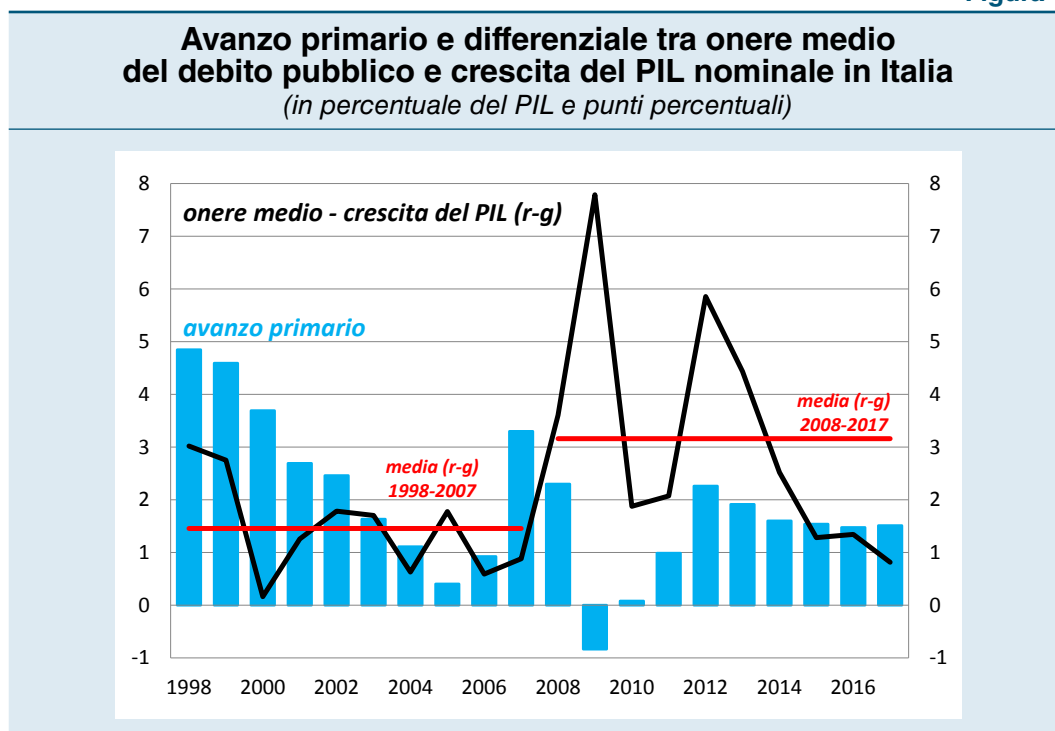
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Figura 5



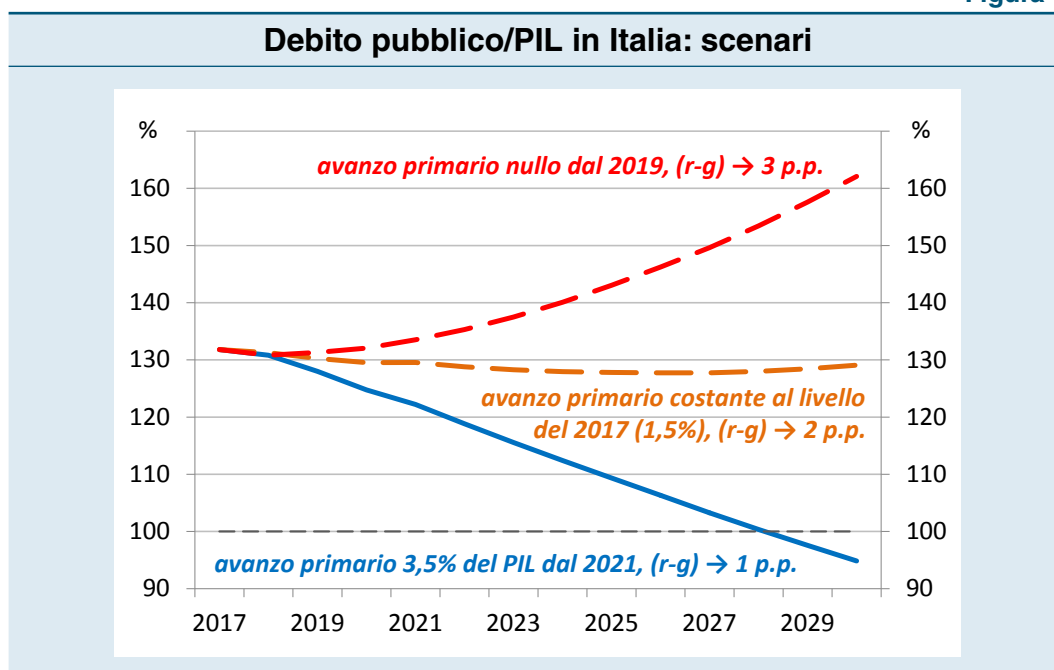
Fonte: Banca d'Italia, Eurostat e Istat.

Figura 6



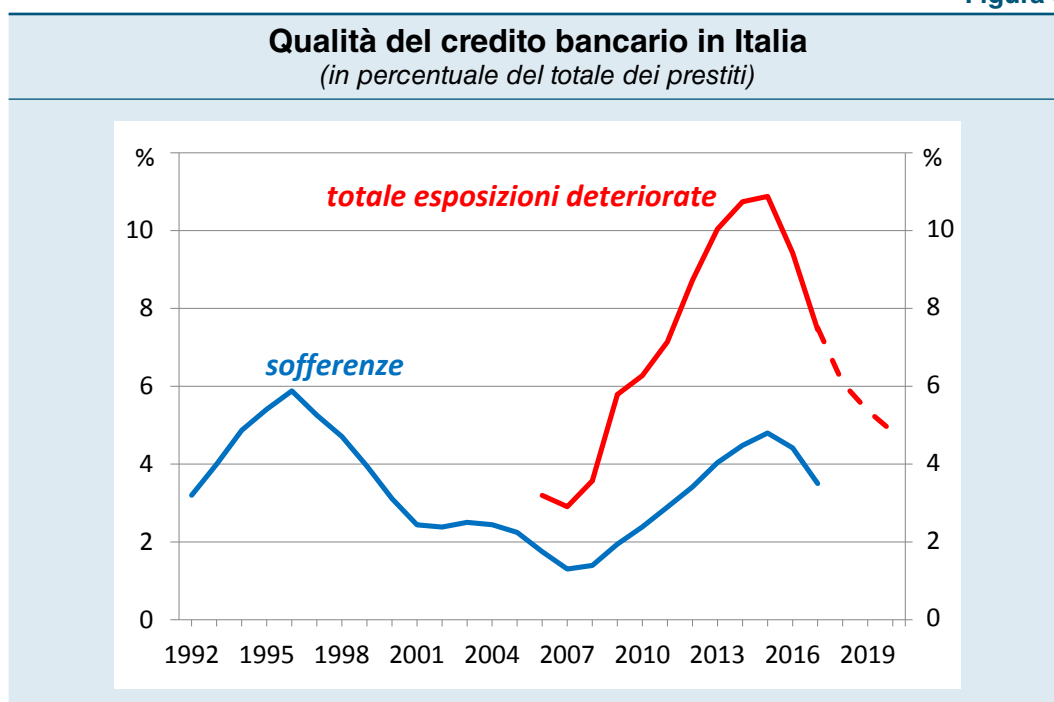
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

Figura 7



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

Figura 8



Fonte: segnalazioni di vigilanza (consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi). Note: le sofferenze sono un sottoinsieme del totale delle esposizioni deteriorate. I rapporti sono calcolati al netto delle rettifiche di valore. Le proiezioni relative al totale delle esposizioni deteriorate sono basate sui piani di riduzione dei gruppi significativi.



*Il presente fascicolo  
è stato stampato il 29 maggio 2018  
presso la Divisione Editoria e stampa  
della Banca d'Italia in Roma*