



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Presentazione del Rapporto sull'economia della regione Lombardia

Intervento di Luigi Federico Signorini
Direttore Generale della Banca d'Italia

Milano, 28 giugno 2023

Ho ascoltato con interesse la presentazione del Rapporto sulla Lombardia, come sempre ampio e accurato. Tra gli approfondimenti di quest'anno mi sono parsi di particolare rilevanza quello sul mercato immobiliare, soprattutto per il confronto tra l'area metropolitana di Milano e le aree europee comparabili, e quello sulla transizione energetica, un argomento che si dovrà continuare a seguire attentamente. Pressoché tutto quello che dirò dell'economia italiana vale anche per quella lombarda, che di essa è *magna pars*.

Nel preparare questo intervento, specie per la parte dedicata all'economia reale, ho rivisto quel che dissi due anni fa in questa sede e le note preparate per l'appuntamento dell'anno scorso (a cui non riuscii a essere presente).

Nel 2021 eravamo appena usciti dalla tragedia del Covid. Ricordiamoci il contesto. Allo scoppio della pandemia l'Italia non aveva ancora recuperato i livelli del prodotto e del PIL per abitante raggiunti prima della crisi finanziaria globale del 2008-09. Con le chiusure del periodo dell'emergenza sanitaria, erano stati forti i timori che il sistema delle imprese non potesse reggere allo shock; che il potenziale di crescita si indebolisse ancora. Nel 2020 non pochi si erano convinti che senza un pervasivo intervento dello Stato nelle imprese non ci fosse futuro per il sistema produttivo.

Rammentai che fin dall'estate dell'anno precedente si era verificato un rapido recupero dell'economia. Le prospettive per il 2021 erano favorevoli. Gli investimenti crescevano, e anche i consumi si stavano finalmente riprendendo, cosa del resto – possiamo aggiungere – tutt'altro che sorprendente dopo l'accumulo forzato di risparmio che aveva caratterizzato i mesi delle restrizioni. La congiuntura stava accelerando, anche grazie alle generose politiche monetarie e di bilancio adottate temporaneamente per alleviare le conseguenze della crisi pandemica. Incrociando le dita, si stava tornando alla normalità.

Poteva bastarci? È vero che, dopo la grave crisi economico-finanziaria di un decennio prima, il sistema produttivo aveva dato nel corso degli anni segnali di rafforzamento strutturale, forse sottovalutati. Ma no, non bastava. Rimanevano aperti vecchi problemi strutturali, cento volte richiamati negli interventi della Banca d'Italia, che bisognava

affrontare con coraggio e lungimiranza se si voleva mettere l'economia italiana su un sentiero di crescita soddisfacente per il futuro. Il PNRR poteva essere l'occasione.

E bisognava, una volta tornati alla normalità, rimettere mano agli equilibri della finanza pubblica, il grande fattore di vulnerabilità del nostro paese.

Nel chiudere, dissi però: "non conosciamo il futuro, e abbiamo ora preso coscienza di vivere tra insidie prima ignote".

L'anno scorso una di tale insidie, che (seppur certo non ignota ai nostri padri) credevamo consegnata definitivamente alla storia in Europa, si era materializzata con l'ingiustificabile e dolorosa aggressione russa all'Ucraina. Vi hanno fatto seguito lo shock energetico, il divampare dell'inflazione, il riacutizzarsi di tensioni globali non ancora sopite.

Le prospettive congiunturali si erano ovviamente deteriorate rispetto a pochi mesi prima. Tuttavia, i dati della prima parte del 2022, disponibili un anno fa, testimoniavano ancora una volta, tutto sommato, la resilienza dell'economia. Ovviamente l'incertezza legata alla guerra era enorme – e tale resta.

L'inflazione – come registrano le mie note di allora – destava una viva preoccupazione. Il rialzo era iniziato nella seconda parte del 2021. Dapprima lo si era per lo più attribuito al ritardo dell'offerta nell'adeguarsi alla vivace ripresa dell'economia globale, e ci si attendeva che rientrasse. Si erano via via aggiunti altri fattori. Ma lo shock causato dalla guerra in Ucraina lo aveva grandemente rafforzato. Sviluppi internazionali permettendo, prevedevamo un rallentamento dell'inflazione a partire dalla primavera del 2023, con l'attenuarsi dei rincari dell'energia. Questi ultimi, tuttavia, cominciavano a riverberarsi sui prezzi degli altri beni, e bisognava stare attenti a evitare l'innesco di una "vana rincorsa" tra prezzi e salari: parole che il Governatore ha ripetuto, identiche, quest'anno.

Se fossi stato qui l'anno scorso non avrei mancato di richiamare, ancora una volta, la necessità di riforme strutturali e di decisi interventi sulla finanza pubblica. Il rapporto tra debito e PIL, impennatosi durante l'emergenza pandemica, si era abbassato di qualche punto nel 2021 con la ripresa, e si prevedeva che l'avrebbe fatto, seppure in misura minore, anche nel 2022; ma non bisognava abbassare la guardia. Le oscillazioni dello spread che si erano verificate nella prima parte dell'anno erano lì a ricordarci la fragilità che il debito determina in ogni momento per la nostra economia.

Che possiamo dire a un altro anno di distanza?

Finora la congiuntura è andata bene, considerate le circostanze. Nel primo trimestre di quest'anno il PIL ha superato del 2,5 per cento il livello del quarto trimestre del 2019. Anche l'occupazione e le ore lavorate hanno pienamente recuperato, negli ultimi due anni, la forte caduta del 2020. La ripresa post-pandemia è stata più intensa nelle costruzioni, grazie anche al forte sostegno pubblico; e nei servizi, dopo il superamento delle restrizioni alla mobilità.

È continuato l'andamento favorevole delle esportazioni di beni, che conferma il recupero di competitività in atto da qualche anno. Gli investimenti sono tornati a crescere

vigorosamente dopo un lungo periodo di debolezza. La produttività, stagnante per più di vent'anni, è in aumento.

La robustezza recentemente dimostrata dall'economia riflette in qualche misura un processo di ristrutturazione e selezione che ha interessato il tessuto produttivo nell'ultimo decennio, favorendo la riallocazione delle risorse verso imprese più produttive e competitive. Le aziende italiane hanno affrontato gli shock gemelli del 2020-22 con una struttura finanziaria più solida di quella che avevano al tempo degli shock gemelli precedenti, quelli del 2008-11: un indebitamento relativamente basso, un patrimonio più adeguato e abbondanti riserve di liquidità. I progressi realizzati nella qualità delle produzioni e nella competitività di prezzo si sono riflessi, anno dopo anno, nel buon andamento delle esportazioni.

Tutto questo è legittimo motivo di soddisfazione. Ma non vorrei che al clima tetro che prevaleva fino a poco tempo fa nei commenti degli analisti e nella stessa opinione pubblica, a dispetto dei segnali relativamente positivi che si andavano accumulando, ne subentrasse ora uno troppo euforico—magari, sia detto per inciso, tinto di *Schadenfreude* per l'andamento congiunturale meno buono di qualche vicino: che l'Europa sia, seppure marginalmente, in recessione, non è certo una buona notizia per noi, che abbiamo col resto d'Europa così fitti rapporti commerciali.

Non lo dico perché la congiuntura è volatile e tra l'altro gli ultimissimi dati sull'Italia paiono meno favorevoli. (Se resteranno isolati, vedremo; la stagnazione europea comunque non aiuta, e l'incertezza globale resta.) Lo dico perché l'alternanza di lunghe fasi di sconforto e fasi più brevi di euforia che sembra caratterizzare il dibattito sulla politica economica nel nostro paese non giova a una riflessione matura.

La ristrutturazione del sistema produttivo deve ben poco alle politiche pubbliche dell'ultimo decennio (pur se certi provvedimenti incentivanti dell'ultima generazione, dicono alcune analisi a cui abbiamo contribuito¹, possono avere giovato). In un'economia di mercato, l'accrescimento di produttività e quindi di prosperità che si può realizzare al livello delle singole imprese è in ultima analisi il frutto di decisioni imprenditoriali orientate al mercato. Queste decisioni non sono certo tutte giuste, lungimiranti o fortunate; però il sistema nel suo complesso corregge gli errori e va avanti.

Così mi pare sia in sostanza avvenuto da noi dopo la crisi di un decennio fa. Non senza traumi, però. È essenziale, per motivi di equità e sostenibilità sociale (ma in realtà anche di efficienza), che il sistema pubblico offra reti di sicurezza adeguate, faciliti la riallocazione delle risorse, in primo luogo quelle umane e imprenditoriali, e prevenga condizioni di deprivazione ed emarginazione.

1 Il riferimento è alla strategia Industria 4.0 avviata nel 2015 e ad alcuni altri programmi dello scorso decennio (Calvino F., DeSantis, S. Desnoyers-James I., Formai S., Goretti, I. Lombardi S., Manaresi F., Perani G. (2022), *Closing the Italian digital gap: The role of skills, intangibles and policies*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 126, OECD Publishing, Paris, e Ciapanna E. Mocetti S., Notarpietro A. (2022) *The macroeconomic effects of structural reforms: An empirical and model-based approach*, Economic policy, in corso di pubblicazione). Ma molti dei programmi di sostegno alle imprese adottati in passato a livello nazionale e territoriale sembrano non essere stati efficaci (De Blasio G. e F. Lotti (a cura di), *La valutazione degli aiuti alle imprese*, Bologna, Il Mulino, 2008 e Accetturo A., e de Blasio G. (2019), *Morire di aiuti: I fallimenti delle politiche per il Sud (e come evitarli)*, Torino, IBL Libri).

Per favorire lo sviluppo, la politica economica deve dare quello che il mercato non può dare: infrastrutture, beni pubblici, rimedio alle esternalità dannose, condizioni al contorno. È il tema sempiterno delle riforme strutturali, del capitale umano all'altezza, dei servizi pubblici efficienti, della giustizia spedita, delle infrastrutture *'state-of-the-art'*, delle condizioni concorrenziali adeguate, senza le quali gli effetti del mercato sono distorti o impediti. E così via: chi voglia l'elenco non ha che da consultare le Considerazioni finali che il Governatore Visco ha scritto nel corso degli anni. Come egli ha detto, il PNRR è un'occasione per aggredire queste debolezze. Non servono troppi micro-interventi sulle imprese; né tanto meno la penetrante partecipazione pubblica nel capitale delle aziende che solo tre anni fa, nel pieno dell'emergenza sanitaria, a tanti pareva inevitabile; che trovò espressione perfino in alcuni provvedimenti di legge, per fortuna rimasti per lo più sulla carta.

Progressi sono stati compiuti in tutti questi campi. Non si parte da zero. Ma perseverare è importante; perseverare al di là dei cicli periodici di sconforto (quando nulla sembra possibile se non interventi assistenziali o dirigistici) e di euforia (quando nulla sembra più necessario). È importante per consolidare ed estendere i progressi realizzati negli anni più recenti dal sistema produttivo – aiutati da ultimo, lo dico di nuovo, da generose politiche monetarie e di bilancio, che devono ormai rientrare – e offrire all'economia italiana la prospettiva di uno sviluppo meno deludente di quello che ha in complesso caratterizzato l'ultimo quarto di secolo.

Politiche pubbliche ben disegnate sono necessarie oggi anche in vista della duplice transizione, ambientale e digitale, nella quale siamo coinvolti: essa offre nuove prospettive di sviluppo, ma richiede anche aggiustamenti strutturali a fronte dei quali il Paese non deve farsi trovare impreparato. Del modo di farlo ho parlato in altre occasioni, perciò non mi soffermerò qui sull'argomento.

L'alto debito pubblico – fatemelo dire per l'ennesima volta – rappresenta un'altra ipoteca sulla nostra economia, sia per le risorse che devono essere destinate al suo servizio, incidendo sulla pressione fiscale o riducendo lo spazio per impieghi produttivi, sia per il rischio, mai spento, di turbolenze finanziarie. Su di esso peseranno in futuro l'aumento della spesa pensionistica e gli altri costi connessi con l'invecchiamento della popolazione (questione a cui le Considerazioni finali del Governatore dedicano un'ampia riflessione). Per ridurlo non vi è altra strada che conseguire e mantenere saldi primari positivi, moderati ma persistenti. Quanto più l'azione sarà credibile, tanto più sarà agevole, perché si ridurrà il premio al rischio richiesto dai mercati. Una maggiore crescita, se si riuscirà a conseguirla, ridurrà lo sforzo necessario.

Altri beni pubblici, oggetto di politiche economiche in senso lato, sono la stabilità monetaria e quella finanziaria.

Di politica monetaria, come è l'uso, non parlerò, rinviando alle Considerazioni finali del Governatore. Dirò soltanto che la risposta della politica monetaria all'aumento dell'inflazione è stata necessaria e forte. Considerando le decisioni di pochi giorni fa del Consiglio direttivo della BCE, il tasso sui depositi delle banche presso la banca centrale è stato aumentato di 4 punti percentuali dal luglio dello scorso anno. Le prossime decisioni

saranno prese di volta in volta sulla base dei dati. Il Governatore ha ribadito la necessità di bilanciare attentamente i rischi.

Riservo quindi l'ultima parte di questo intervento alla stabilità finanziaria; cominciando dalle banche, alle quali soprattutto la dedicherò.

Va fatta una premessa. Alla ristrutturazione del sistema produttivo italiano si è accompagnato il deciso rafforzamento del sistema bancario, avviato dalla metà dello scorso decennio grazie anche alle riforme regolamentari e alle azioni delle autorità di supervisione. Cito pochi fatti, del resto ben noti: il peso dei crediti deteriorati, che aveva toccato un picco nel 2015, si è fortemente ridotto, ed è ora in linea con la media europea; la patrimonializzazione è assai cresciuta; così la redditività, a lungo compressa dai bassi tassi di interesse e dalle elevate rettifiche di valore sui prestiti. Le banche, come le imprese, hanno affrontato le crisi gemelle degli anni scorsi partendo da una posizione migliore rispetto alle crisi del passato; hanno continuato a sostenere l'economia.

Che il rafforzamento degli anni scorsi sia stato importante lo dimostra anche l'esperienza più recente. Il sistema bancario italiano, come del resto gli altri dell'unione bancaria europea, ha risentito solo moderatamente delle tensioni seguite ai dissesti nel comparto delle banche regionali statunitensi e a quello di Credit Suisse.

Da questi ultimi fatti, specie dalla crisi delle banche regionali americane, mi pare però che si possano trarre (almeno) tre lezioni.

La prima è che anche il dissesto di banche di dimensioni relativamente contenute può rischiare di innescare pericolosi fenomeni di contagio.

La seconda è che gli standard di Basilea III sono utili. Lo si era già detto durante la crisi pandemica. Anche in questa, più recente occasione credo che i requisiti prudenziali abbiano protetto le banche europee. Inoltre, secondo le informazioni disponibili², lo standard di liquidità a breve termine (LCR) avrebbe segnalato in anticipo i problemi di Silicon Valley Bank (SVB) se la banca vi fosse stata soggetta; gli Stati Uniti però, a differenza dell'Unione europea, applicano gli standard di Basilea solo alle banche più grandi. Non sappiamo ovviamente se, protetta dal requisito LCR, SVB sarebbe sopravvissuta; ma è ragionevole pensare che le conseguenti, necessarie azioni di vigilanza avrebbero potuto quanto meno limitare le ricadute del dissesto e i rischi di contagio.

Il corollario delle prime due lezioni è che sarebbe il caso di estendere opportunamente l'applicazione degli standard, oggi prescritti da Basilea solo per le banche 'attive a livello internazionale'.

Avendo tra l'altro partecipato personalmente, e per lunghi anni, all'elaborazione degli standard di Basilea III, ho già avuto occasione³ di argomentare in favore della loro utilità;

2 Yale School of Management (2023), "*Lessons from Applying the Liquidity Coverage Ratio to Silicon Valley Bank*", 27 marzo.

3 L. F. Signorini (2021), "*Le banche e gli anni di Basilea III*", intervento in occasione della 53ª Giornata del Credito, Roma, 4 novembre.

e qui sicuramente ribadisco il punto. Non mi sono però mai illuso che fosse possibile stabilire regole tali da evitare qualunque crisi. Inoltre, non ho nascosto la mia opinione che alcuni standard, pur se migliorati rispetto alla situazione precedente, non siano ancora soddisfacenti; né l'altra, del resto ovvia, che la regolamentazione sia destinata a evolversi in risposta a nuove sfide e nuovi rischi.

La terza lezione, infatti, è che sembra ora necessario riflettere su possibili aggiustamenti dell'attuale quadro regolamentare. Non mi posso dilungare qui su questo tema; conto di avere altre occasioni per farlo. Mi limito a citare tre fra le questioni che mi paiono più importanti: (a) il trattamento del rischio di tasso di interesse; (b) la calibrazione dell'LCR, data l'accresciuta volatilità dei depositi a vista; (c) la necessità di articolare meglio il requisito 'strutturale' di liquidità (NSFR), necessità che avevamo già posto all'epoca, in sede di definizione degli standard, ma su cui non siamo riusciti a far coagulare un consenso.

Va da sé che qualsiasi futura revisione dovrà tenere conto del fatto che proprio in questo periodo in molte giurisdizioni, inclusa l'Unione europea, sta per concludersi un lungo percorso di riforma delle regole, che ha già determinato un significativo innalzamento dei requisiti prudenziali. Colgo anzi l'occasione per rinnovare l'auspicio che la trasposizione in Europa degli accordi finali di Basilea III si concluda rapidamente e rispetti quanto più possibile lo spirito di quegli accordi. Eventuali nuove regole non dovranno per forza comportare requisiti complessivi più pesanti; dovranno in ogni caso essere caute e accuratamente bilanciate.

Lasciatemi da ultimo sottolineare che l'esperienza che abbiamo vissuto nei mesi scorsi rappresenta un motivo in più, non in meno, per mantenere alta l'attenzione anche sul comparto dell'intermediazione non bancaria, alla luce tra l'altro delle sue interconnessioni con gli altri comparti. Il Financial Stability Board si è mosso sul fronte dei fondi monetari; è importante che la riforma della regolamentazione degli altri fondi aperti proceda speditamente. Infine, l'evoluzione dei mercati finanziari ha messo in luce a mio avviso la necessità di adeguare anche la regolamentazione del settore assicurativo, specie per quei prodotti che prevedono contrattualmente riscatti liberi e senza penalità. Anche qui abbiamo lezioni da imparare e iniziative da intraprendere, come ho recentemente sostenuto in un'altra sede.

